

# Anlageperspektiven der BIL

## Zweiundzwanzig Fragen für 2022

Verfasst am 22.11.2021

### Einführung vom Group CIO, Fredrik Skoglund



**Fredrik Skoglund**  
Chief Investment Officer  
der BIL-Gruppe

Seit den dunkelsten Tagen der Pandemie haben wir einen weiten Weg zurückgelegt. Dabei haben die Impfstoffe nach und nach die Notwendigkeit vollständiger Lockdowns, Ausgangssperren und geschlossener Grenzen ersetzt. Auch die Wirtschaft hat seit ihrem Tiefpunkt im Jahr 2020 einen langen Weg hinter sich, auf dem das Jahr 2021 dank eines kraftvollen Zusammenwirkens von fiskalischen und geldpolitischen Anreizen ein stärkeres Wachstum und höhere Unternehmensgewinne lieferte als erwartet. Tatsächlich kam das Business Cycle Dating Committee des National Bureau of Economic Research im Juli dieses Jahres zu dem Urteil, dass die in den USA durch die Pandemie verursachte Rezession nur zwei Monate dauerte und damit die kürzeste seit Beginn der Aufzeichnungen war. Doch wenngleich sie kurz war, sie war definitiv nicht schmerzlos. Denn sie war auch die steilste Rezession, und insofern ist die Rückkehr zur „Normalität“ alles andere als einfach. Zudem mangelt es der

Anlagebranche an historischen Bezugspunkten.

Zu Beginn des letzten Jahres sagten viele Ökonomen voraus, dass die große Wiederöffnung einen Wirtschaftsboom wie in den Goldenen Zwanzigern auslösen würde – oder, wie es die OECD nüchterner formulierte: „der private Konsum wird von der Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen und dem damit einhergehenden Rückgang der Ersparnisse der privaten Haushalte, die eine beträchtliche aufgestaute Nachfrage finanzieren, profitieren“(i). Nachdem die Verbraucher ein Jahr zu Hause eingesperrt waren, erwartete man, dass sie in die Einkaufszentren strömen und großzügig Geld ausgeben würden, was eine neue Ära des wirtschaftlichen Wohlstands einleiten würde. Allerdings zeigen die Daten, dass Amerikaner und Europäer immer noch auf überschüssigen Ersparnissen von 2,7 Billionen US-Dollar sitzen, die sie während der Krise aufgehäuft haben. (ii)

Das Szenario des „Konsumentenbooms“ sah sich schnell mit Beschränkungen des Angebots konfrontiert. Engpässe, die zu Beginn der Pandemie zunächst Dinge wie Nudeln und Schutzausrüstung betrafen, haben sich auf ein breites Spektrum ausgebreitet: Halbleiter, Autoteile, Schiffe, Schiffcontainers, Arbeitskräfte. Diese neue Knappheit ist nicht das Ergebnis eines großen Engpasses, beispielsweise bei chinesischen Fabriken oder Containerschiffen. Sie ist vielmehr darauf zurückzuführen, dass die schwindelerregende Nachfrage mit einer ganzen Reihe von Engpässen zusammentrifft. So haben die Unternehmen Schwierigkeiten, hochkomplexe Lieferketten zusammenzufügen, die sich oft kreuz und

quer über den ganzen Globus (oft durch Länder, in denen noch restriktive Maßnahmen gelten) erstrecken.

Die gute Nachricht ist, dass sich die Probleme der Lieferketten im nächsten Jahr voraussichtlich entspannen werden, was die Möglichkeit eines solideren Wachstums in der Zukunft eröffnet. Die Schwierigkeit ist dabei, dass ein Zusammentreffen von steigender Nachfrage, Knappheit und höheren Energiekosten zu einer weltweit steigenden Inflation beigetragen hat. Sowohl die Gesamtinflations- als auch die Kerninflationszahlen befinden sich vielerorts auf dem höchsten Niveau seit weit über einem Jahrzehnt.

Derzeit sind wichtige Zentralbanken wie die US-Notenbank (Fed) und die EZB zwar recht unerschütterlich davon überzeugt, dass sich die Inflation als vorübergehend erweisen wird, aber die Märkte wetten bereits darauf, dass sie eine hartnäckigere Erscheinung bleiben wird. Dieses Tauziehen wird 2022 im Mittelpunkt stehen. Unser Basisszenario geht davon aus, dass sich die Inflation nach dem Winter auf ein überschaubares Niveau abschwächt, wenn die schwankenden Energiepreise sinken und weitere Hürden in den Lieferketten überwunden werden. Die Inflationstreiber beginnen sich jedoch auszuweiten, und wenn die Unternehmen ihre Preis- und Lohnpolitik deutlich anpassen, könnte sich der eigentlich als vorübergehend eingestufte Inflationsschub verfestigen. In diesem Fall wären die Zentralbanken wahrscheinlich zu einer unerwartet schnellen Straffung der Geldpolitik gezwungen, die das Wachstum gefährden würde.

Eine dauerhaftere Form der Inflation und geldpolitische Straffungen, die das Wachstum abwürgen, sind die Hauptrisiken, mit denen wir im nächsten Jahr konfrontiert sind. Ein weiteres Risiko stellt die anhaltende Gesundheitskrise dar. Dieser Winter wird zur wahren Bewährungsprobe für den Erfolg der bisherigen Impfkampagnen, obgleich die jüngsten medizinischen Fortschritte, einschließlich der experimentellen oralen Virostatika von Pfizer und Merck, Anlass zu Optimismus geben.

Vor diesem Hintergrund werden Anleger im nächsten Jahr wahrscheinlich auf schwierigeres Terrain stoßen. Das Wachstum ist immer noch intakt, und obwohl das Umfeld für Risikoanlagen nach wie vor positiv ist, wird die steigende Flut, die 2021 alle Boote anhub, deutlich unruhiger werden. Erfahrene Anleger wissen jedoch, dass Risiken auch stets für Chancen sorgen.

Abgesehen von zyklischen Gelegenheiten werden wir im nächsten Jahr einen Schwerpunkt auf langfristige strukturelle Chancen in Bereichen wie der Digitalisierung und dem Übergang zur Nachhaltigkeit legen. Die Bestrebungen zur Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emissionen und zur Bekämpfung des Klimawandels werden auch im kommenden Jahr im Vordergrund stehen, nachdem sie beim Klimagipfel COP26 in Glasgow ins Rampenlicht gerückt wurden. Wir bei der BIL haben den starken Ehrgeiz, unseren Beitrag zum Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft zu leisten.

Alle oben genannten Themen werden in dem vorliegenden Ausblick näher beleuchtet. Zur besseren Übersichtlichkeit haben wir uns in diesem Jahr für ein neues Format entschieden und 22 der dringendsten Fragen ausgewählt, die wir unseren internen Investmentspezialisten stellen. Ich wünsche Ihnen viel Spaß beim Lesen sowie schöne und erholsame Feiertage.

## Makroökonomischer Ausblick

### 1) Wird das globale Wachstum im nächsten Jahr andauern?

Das Wirtschaftswachstum kletterte 2021 auf den höchsten Stand seit mehreren Jahrzehnten, und wir gehen davon aus, dass sich die Expansion ins Jahr 2022 hinein fortsetzen wird. Der Wachstumshöhepunkt ist wahrscheinlich erreicht, aber unsere makroökonomischen Einschätzungen bleiben optimistisch, da die in der zweiten Jahreshälfte 2021 beobachtete Verlangsamung kein „verlorenes Wachstum“ darstellen dürfte, sondern ein Wachstum, das in die nicht allzu ferne Zukunft verschoben wurde.

#### Wachstumsprognosen des IWF

(Veränderung des realen BIP, in %)

	2021	2022
Weltweite Leistung	5,9	4,9
Industrieländer	5,2	4,5
Schwellenmärkte und Entwicklungsländer	6,4	5,1
USA	6,0	5,2
Eurozone	5,0	4,3
Großbritannien	6,8	5,0
China	8,0	5,6
Japan	2,4	3,2
Indien	9,5	8,5
Lateinamerika und Karibik	6,3	3,0

#### Neueste Zahlen des Einkaufsmanagerindex

(Stand: 24.11.2021)

	Kombiniert	Fertigungssektor
Weltweit	54,5	54,3
USA	56,5	59,1
Eurozone	55,8	58,6
China (Caixin)	51,5	50,6
Japan	50,7	54,2

Quelle: Bloomberg, Markit, IMF, BIL



Der Winter wird zur Bewährungsprobe für den Erfolg der

Wahr ist aber auch, dass die Wachstumstreiber nach und nach verwässert werden. Sowohl die fiskalischen als auch die geldpolitischen Anreize werden im nächsten Jahr schrittweise zurückgefahren, während der anfängliche Vertrauensschub durch den Beginn der Impfkampagnen nachlässt. Selbst dort, wo große Teile der Bevölkerung geimpft sind, bleiben Einschränkungen bestehen (Kontaktbeschränkungen, Tests). Problematisch ist auch die ungleiche Verteilung der Impfstoffe, und es besteht ebenfalls die Gefahr neuer impfesistenter Stämme oder einer mit der Zeit nachlassenden Wirksamkeit der Impfstoffe.

Dennoch dürfte der Anlagezyklus weiter boomen, da Unternehmen und Verbraucher gleichermaßen starke Bilanzen vorweisen können, was zu einer sehr robusten Nachfrage in den Industrieländern führt (wie Datenpunkte wie die Auftragszahlen im Fertigungsgewerbe, die Einzelhandelsumsätze und die ISM-Indikatoren zeigen, die sich über ihren früheren Höchstständen bewegen). Theoretisch impliziert dies

einen reibungslosen Übergang von einem durch außergewöhnliche politische Unterstützung geleitetem zu einem durch die private Aktivität bestimmtem Wachstum. Allerdings ist Vorsicht geboten. Denn aufgrund der beispiellosen Art der Gesundheitskrise gibt es kein Standard-Drehbuch für die Konjunkturerholung: Unterbrechungen der Lieferkette leisten im Zusammenwirken mit einer starken Nachfrage einer Inflation Vorschub, die voraussichtlich anhalten und auf einem höheren Niveau als in den letzten Jahrzehnten bleiben wird. Bei einer weiter steigenden Inflation könnten die Zentralbanken gezwungen sein einzugreifen (oder auszusteigen, was vielleicht der bessere Begriff ist).

*Die überschüssigen Ersparnisse, die sich seit Beginn der COVID-Pandemie angehäuft haben, belaufen sich insgesamt auf 2,3 Billionen US-Dollar in den USA und 464 Milliarden US-Dollar in der Eurozone <sup>iii</sup>*

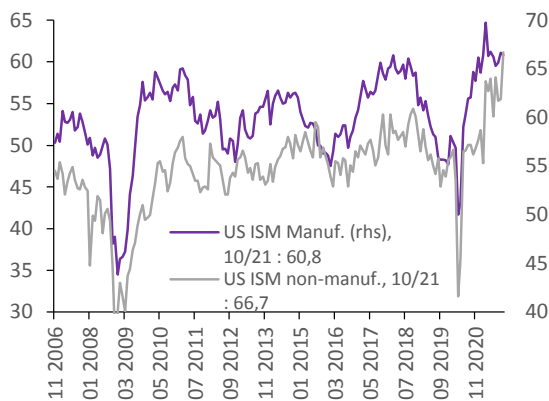
## 2) Wie sehen Ihre regionalen Einschätzungen aus? Wo liegen makroökonomische Stärken?

Die Erholung ist überaus ungleichmäßig. Es wird erwartet, dass die Gesamtleistung in der Gruppe der hochentwickelten Volkswirtschaften im Jahr 2022 ihren Trendverlauf von vor der Pandemie wiederaufnimmt und 2024 um 0,9 % übertrifft. Demgegenüber wird damit gerechnet, dass die Gesamtleistung der Schwellen- und Entwicklungsländer (ohne China) im Jahr 2024 5,5 % unter dem vor der Pandemie prognostizierten Wert bleibt. Den Industrieländern, mit den **USA** an der Spitze, ergeht es also definitiv besser. Dort ist die Nachfrage außerordentlich kräftig, das Gewinnwachstum ist robust und die finanziellen Rahmenbedingungen sind noch locker. Auch wenn die Spannungen auf der

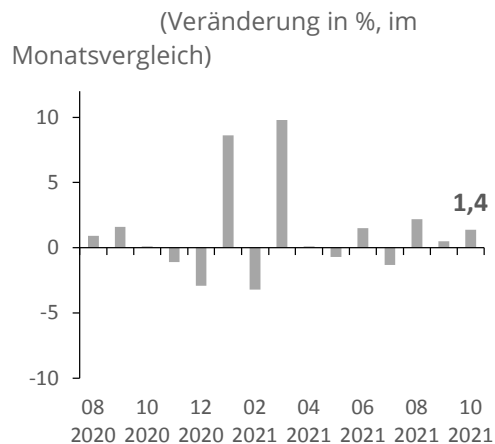
Angebotsseite anhalten, erwarten wir sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor eine anhaltende Dynamik, wobei insbesondere der Dienstleistungssektor davon profitieren dürfte, das sich die Notwendigkeit von Kontaktbeschränkungen verringert.

*Auch wenn die Spannungen auf der Angebotsseite anhalten, bestätigen Stimmungsberichte, wie die des ISM, die Dynamik im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe.*

ISM-Umfragen in den USA  
Benzin



US-Einzelhandelsumsätze ohne Autos und

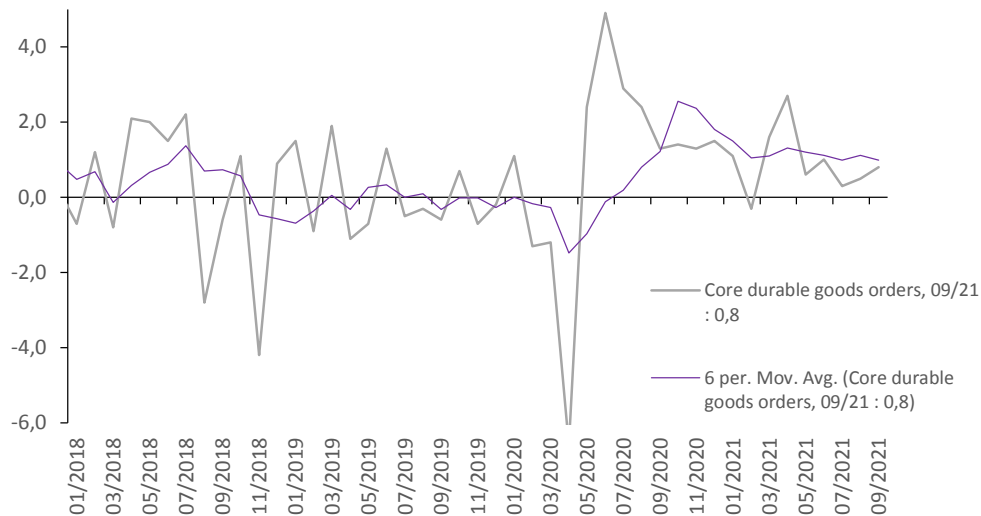


Quelle: Bloomberg, BIL

Auf der Warensseite sind die Unternehmen gut damit beschäftigt, ihre erschöpften Lagerbestände wieder aufzufüllen, um der steigenden globalen Nachfrage gerecht zu werden, und den Erwartungen zufolge werden die Investitionstrends weiter stark bleiben. Eine Stufe tiefer in der Wertschöpfungskette steigen auch die Lagerbestände im Groß- und Einzelhandel sowohl bei langlebigen als auch bei kurzlebigen Gütern schnell an. Natürlich gibt es einige bemerkenswerte Ausnahmen, wie etwa den Automobilssektor oder die Bekleidungsbranche, aber die Gesamttendenz geht eindeutig nach oben. Sowohl der Versand als auch die nicht ausgeführten Bestellungen von Gebrauchsgütern befinden sich in allen Sektoren in einem starken Aufwärtstrend, was darauf hindeutet, dass das Hauptproblem in der ungebremsten Nachfrage liegt, die von außergewöhnlich hohen Barmittelbeständen der Verbraucher und starken Unternehmensbilanzen angetrieben wird. Dies ist wichtig, weil es veranschaulicht, dass die Inflationsdynamik sich nicht auf „angebotsseitige Beschränkungen“ zurückführen lässt sondern komplexer ist. Sie hängt weitreichend mit einer starken Nachfrage zusammen, die normalerweise durch eine straffere Geldpolitik beantwortet wird.

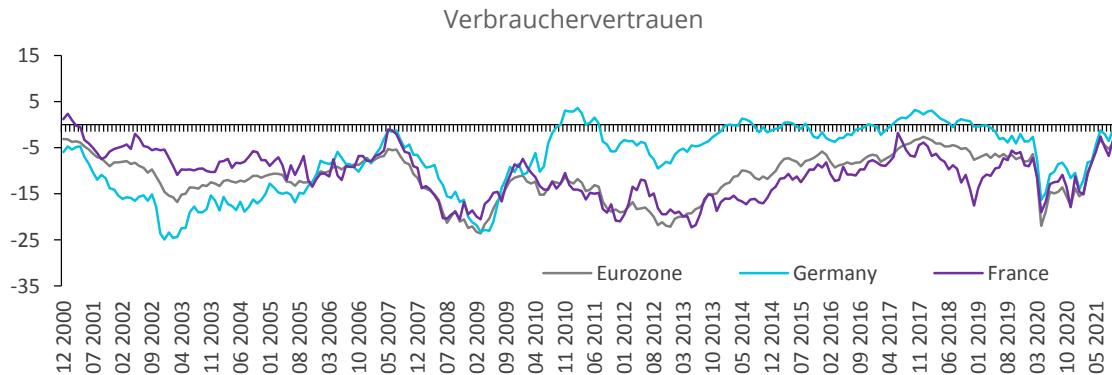
*In den USA liegt das Hauptproblem in der ungebremsten Nachfrage, die von außergewöhnlich hohen Barmittelbeständen der Verbraucher und starken Unternehmensbilanzen angetrieben wird*

Auftragseingang für Gebrauchsgüter in den USA



Quelle: Bloomberg, BIL

Die **Eurozone** kehrte im dritten Quartal, unterstützt durch die hohe Akzeptanz der Impfstoffe, auf 99,5 % ihres BIP vor Ausbruch der Pandemie zurück. Allerdings bleibt die Leistung in den verschiedenen Ländern und Sektoren uneinheitlich. Auf der Verbraucherseite liegt die Stimmung über dem Vorkrisenniveau und der Aufwärtstrend bei den Einzelhandelsumsätzen bleibt recht fest und stützt sich über alle Kategorien, insbesondere bei den Dienstleistungen, auf eine breite Basis. Die europäische Industrie scheint jedoch trotz der gesunden Nachfrage mit Schwierigkeiten zu kämpfen, wobei die Hersteller die Probleme auf der Angebotsseite anscheinend weniger gut bewältigen als entsprechende US-Unternehmen. Die missliche Lage ist in hohem Maße auf die Bedeutung des Automobilsektors (der stark von der Knappheit bei Halbleitern und anderen Komponenten betroffen ist) innerhalb der europäischen Fertigungsindustrie zurückzuführen. Die Automobilhersteller gehen davon aus, dass es bis ins nächste Jahr Engpässe geben wird.



Quelle: Bloomberg, *BIL*

Im vergangenen Jahr sah sich **Chinas** Wirtschaft starkem Gegenwind ausgesetzt, von unerwarteten regulatorischen Durchgriffen gegen große Technologieunternehmen bis hin zu strengeren Richtlinien im stark verschuldeten Immobiliensektor, wobei Evergrande, der zweitgrößte Immobilienentwickler in China, die Zahlungsunfähigkeit nur knapp abwendete. Internationale Anleger sind immer noch vorsichtig, und da chinesische Entwickler in den kommenden 12 Monaten Schulden in Höhe von mehreren Dutzend Milliarden US-Dollar bezahlen oder refinanzieren müssen (33,1 Milliarden US-Dollar Inlandsanleihen, die in Festlandchina notiert sind, und 43,8 Milliarden US-Dollar in auf US-Dollar lautenden Auslandsanleihen, Stand: Ende Oktober), wird dieses Thema voraussichtlich auch 2022 für Aufregung sorgen. Wir gehen jedoch davon aus, dass das Risiko eingegrenzt ist und nicht zu einer wirtschaftlichen Katastrophe führen wird.

Daher ist zu erwarten, dass Chinas Wirtschaft im Jahr 2022 zu ihrem normalen Wachstumstrend zurückkehren wird, der wahrscheinlich im Bereich von 5 % bis 6 % für das Jahr liegen wird. Dies steht unter der Annahme, dass die Risiken aufgrund der COVID-19-Epidemie weiterhin überschaubarer werden.

*In China wird die Fiskalpolitik zusammen mit der Erholung des Konsums eine wichtige Rolle bei der Stimulierung des Wachstums spielen, während die Geldpolitik moderat locker bleiben dürfte.*

Die Fiskalpolitik wird bei der Stimulierung des Wachstums eine wichtige Rolle spielen, während die Geldpolitik moderat locker bleiben dürfte. Bereiche, in denen wir im Einklang mit Pekings Ambitionen ein robustes Wachstum erwarten, sind die Hightech-Fertigung und grüne Investitionen (angesichts des chinesischen Plans, bis 2060 Klimaneutralität zu erreichen).

Im Gegensatz zu dem, was wir im Westen beobachten, war der Konsum die langsamste Komponente des BIP, die sich seit der Pandemie erholt hat, wobei ein sporadisches Wiederaufflammen von COVID-19 die

Stimmung dämpft. Die Null-Toleranz-Haltung der Regierung gegenüber COVID-19 dürfte vor dem 20. Parteitag im Oktober 2022 nicht wesentlich gelockert werden. Bei diesem Treffen könnten neue Maßnahmen zur Ankurbelung des Inlandskonsums getroffen werden. Letztendlich sind wir der Auffassung, dass die Konsumkapazität nicht wesentlich beeinträchtigt wurde und das Konsumwachstum sich aufgrund des Anstiegs des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte schließlich beschleunigen wird.

Die Aussichten für die **Schwellenländer** im nächsten Jahr beurteilen wir weniger positiv. Nationen, die in Eile Geld ausgeben, sind oft gezwungen, in aller Ruhe Buße zu tun, und für diejenigen Schwellenländer, die infolge der Pandemie höchst aggressive Stimulierungsmaßnahmen ergriffen haben, zahlte sich dies nicht wirklich mit einer schnelleren Erholung aus. Viele Länder sehen sich nun mit schwierigeren Finanzierungsbedingungen und einem größeren Risiko einer Inflationsspirale konfrontiert. Sie haben daher begonnen, trotz größerer Produktionsausfälle die geldpolitische Unterstützung zurückzufahren. Darüber hinaus belastet die ungleichmäßige Verteilung der Impfstoffe weiterhin die Schwellenländer, denn während fast 60 % der Bevölkerung in den Industrieländern vollständig geimpft sind, bleiben etwa 96 % der Bevölkerung in Ländern mit niedrigem Einkommen ungeimpft. (iv) Schließlich ist auch erwähnenswert, dass die im nächsten Jahr anstehenden Wahlen in Brasilien ziemlich chaotisch werden und die Volatilität anheizen könnten.

### 3) Was steht haushaltspolitisch für das nächste Jahr an?

In den USA hat sich der Druck im Hinblick auf eine konservativere Haushaltspolitik in letzter Zeit verstärkt, da der Privatsektor bereits boomt, der Inflationsdruck steigt und die Nachfrage schon zu groß ist, um befriedigt werden zu können. Die direkte fiskalische Unterstützung der Haushalte wurde zwar reduziert (z. B. liefen die Notfallleistungen bei Arbeitslosigkeit am 6. September aus), jedoch wurde im November ein bedeutendes parteiübergreifendes Infrastrukturgesetz in Höhe von 1,2 Billionen US-Dollar beschlossen, das über einen Zeitraum von fünf Jahren neue Bundesausgaben in Höhe von 550 Milliarden US-Dollar in die amerikanische Infrastruktur vorsieht. Der Gesetzentwurf (v) umfasst 110 Milliarden US-Dollar für Straßen und Brücken, 66 Milliarden US-Dollar für Eisenbahnen, 65 Milliarden US-Dollar für das Stromnetz, 65 Milliarden US-Dollar für das Breitbandnetz, 55 Milliarden US-Dollar für die Wasserinfrastruktur, 47 Milliarden US-Dollar für Cybersicherheit, 39 Milliarden US-Dollar für den öffentlichen Nahverkehr sowie 25 Milliarden US-Dollar für Flughäfen und kann als politischer Erfolg für Präsident Joe Biden vor den Zwischenwahlen gewertet werden.

An der zweiten Säule seines nationalen Programms hat Bidens Partei jedoch noch viel Arbeit zu leisten: eine weitreichende Ausweitung des Netzes der sozialen Sicherheit und der Programme zur Bekämpfung des Klimawandels. Das ursprünglich von Biden vorgeschlagene groß angelegte Paket von 3,5 Billionen US-Dollar könnte dazu führen, dass die Inflation das Ziel der Fed deutlich überschreitet und die Inflationspsychologie beeinflusst, wonach eine höhere erwartete Inflation möglicherweise zu einer



höheren tatsächlichen Inflation führt. Daher wurde der diskutierte Gesetzentwurf (vi) zwar auf moderatere 1,75 Billionen US-Dollar gekürzt, es würde sich aber immer noch um die größte Ausweitung des Netzes der sozialen Sicherheit in den USA seit den 1960er Jahren handeln. (vii) Ziel ist der Ausbau der frühkindlichen Bildung, die Bekämpfung des Klimawandels und die Ausweitung der Gesundheitsversorgung. Das noch in der Diskussion befindliche Paket wird die Steuersenkungen von Präsident Trump nicht rückgängig machen, sondern stattdessen durch Steuern finanziert werden (die Vorschläge beinhalten eine Mindeststeuer von 15 % für Kapitalgesellschaften, eine Steuer von 5 % auf Einkommen von über 10 Millionen US-Dollar und einen Steuerzuschlag von 1 % auf Aktienrückkäufe). Bislang ist unklar, ob progressive Abgeordnete im Repräsentantenhaus und zentristische Senatoren dem Deal zustimmen werden. Jede wesentliche Änderung des Umfangs oder der Zusammensetzung des Fiskalpakets wird Auswirkungen auf die Wachstumsaussichten der USA und ihrer Handelspartner haben.

In Europa wird es im Jahr 2022 angesichts der unterschiedlichen Wachstumsraten in den Ländern ein sehr schwieriges Unterfangen sein, die Notfallausgaben der Regierungen zur Stützung ihrer Volkswirtschaften aufzulösen. Die Folgen für das Wachstum werden *teilweise* durch Auszahlungen von EU-Mitteln aus dem Plan NextGenerationEU ausgeglichen, die bis 2026 andauern und dazu beitragen sollen, ein Europa nach COVID-19 aufzubauen, das grüner, stärker digital ausgerichtet und krisenfester ist. Die wirtschaftlichen Auswirkungen eines strafferen finanzpolitischen Kurses können auch durch einen Rückgang der privaten Ersparnisse abgeschwächt werden.

In China wird die öffentliche Politik im kommenden Jahr eine wichtigere Rolle bei der Unterstützung des Wirtschaftswachstums spielen. Strukturreformen werden für die politischen Entscheidungsträger wahrscheinlich weiterhin an erster Stelle stehen, und Investitionen in die Infrastruktur, insbesondere in die Hightech-Produktion, dürften sehr wahrscheinlich als zyklusübergreifendes Instrument zur Anpassung der Politik eingesetzt werden. Darüber hinaus ist zu erwarten, dass die chinesische Regierung politische Instrumente sowie Konjunkturpakete einsetzt, um ein Ansteckungsrisiko aus der Schwäche des Immobilienmarktes zu vermeiden, auch wenn bislang noch keine konkreten Details bekannt gegeben wurden. Chinas globale Ambitionen in Bereichen wie Technologie und Fertigung geben uns weiterhin Anlass, dort zu investieren, wenn auch selektiv.

#### 4) In Bezug auf die Schulden sind die Inflation und höhere Zinsen der Stolperstein im System. Sollten wir uns angesichts der erhöhten Inflation und allmählich steigender Zinsen Sorgen machen?

Die Frage ist wahrscheinlich am relevantesten für die USA. Die Staatsverschuldung beläuft sich auf fast 29 Billionen US-Dollar (viii), und der Kongress hat nur noch bis zum 3. Dezember Zeit, einen politisch peinlichen Shutdown der Regierung und das wiederkehrende Risiko eines wirtschaftlich katastrophalen Zahlungsausfalls der Bundesregierung abzuwenden. Offensichtlich ist sich die Fed einer möglichen strafferen Geldpolitik in Bezug auf die Staatsschulden bewusst, während gleichzeitig die Perspektive des „halbvollen Glases“ darin besteht, dass eine höhere Inflation einen Teil der Schulden auffressen wird.

*Die Schuldendynamik ist kein dringendes Anliegen, da wir uns immer noch in einem Umfeld starken Wachstums befinden.*

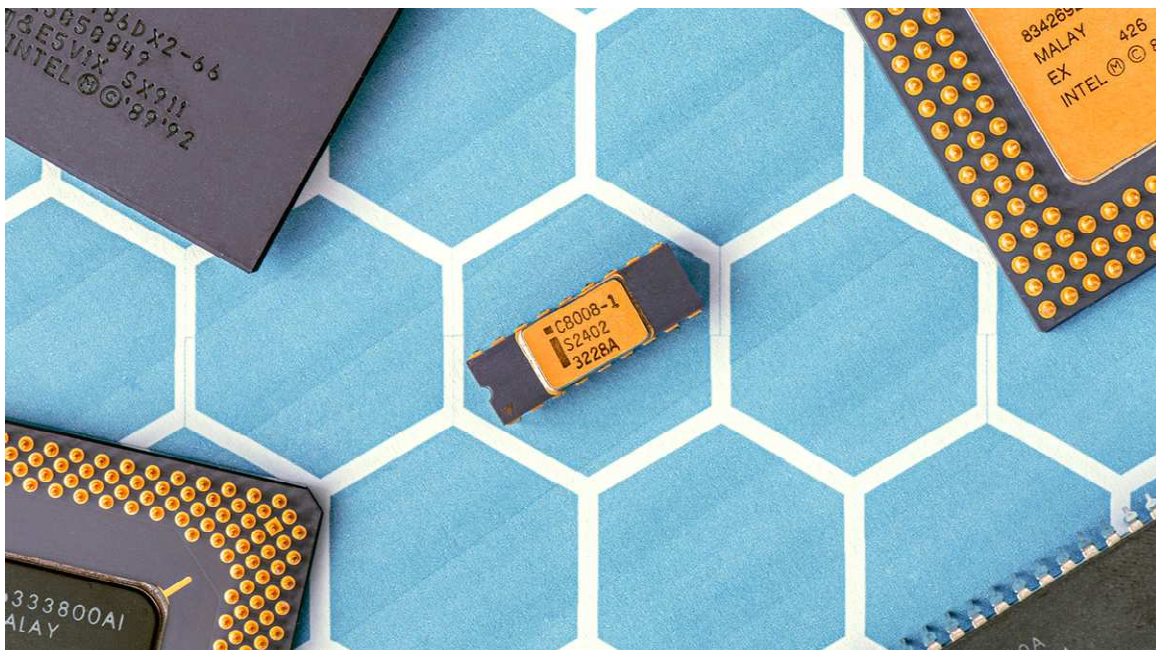
Die Schuldendynamik ist jedoch kein dringendes Anliegen, da wir uns immer noch in einem Umfeld starken Wachstums befinden. Diese Sorgen sind für einen späteren Zeitpunkt im Konjunkturzyklus zurückgestellt.

#### 5) Was ist mit den Engpässen in der Lieferkette? Glauben Sie, dass sie bald gelöst sind?

Die globalen Lieferketten sind nach ihrer Unterbrechung durch die globale Gesundheitskrise immer noch nicht wieder vollständig zusammengefügt. Andererseits hat die Wiederöffnung der Volkswirtschaften eine Nachfrageexplosion ausgelöst, die selbst intakte Lieferketten nur schwer befriedigen könnten.

In allen Teilen der Welt sehen sich Unternehmen mit Lieferkettenproblemen konfrontiert, die durch andere Faktoren verschärft wurden: China hat mit Stromknappheit und Hafenschließungen zu kämpfen, Großbritannien sieht sich nach dem Brexit mit einem akuten Mangel an Lkw-Fahrern konfrontiert und in den USA gibt es wochenlange Staus an wichtigen Häfen.

Die Lieferkettenprobleme sind nicht nur ein Grund für die Schwäche und Anfälligkeit der Erholung der Weltwirtschaft, sondern in den USA auch potenziell ein Punkt politischer Anfälligkeit vor den Zwischenwahlen. Aus diesem Grund hat Joe Biden wahrscheinlich Vereinbarungen mit Unternehmen wie Walmart, UPS und FedEx zur Verlängerung der Arbeitszeiten getroffen. Diese drei Unternehmen haben ein Modell angekündigt, nach dem sie sieben Tage die Woche rund um die Uhr arbeiten, um die Kluft



Wir stehen derzeit vor einem weltweiten Mangel an Halbleitern, der Länder wie die USA dazu veranlasst, ihre inländischen Produktionskapazitäten zu überdenken.

zwischen boomender Nachfrage und hinterherhinkendem Angebot zu schließen sowie Engpässe zu entschärfen.

Es wird erwartet, dass sich die Lieferkettenprobleme im nächsten Jahr entspannen. Tatsächlich scheint es wahrscheinlich, dass die Schwierigkeiten im Transportwesen in der ersten Jahreshälfte 2022 nachlassen werden (sofern die epidemiologischen Faktoren unter Kontrolle bleiben) und sich möglicherweise bis zur zweiten Hälfte des nächsten Jahres sogar Angebotsüberschüsse gebildet haben.

#### 6) Wird sich die Angebots- und Nachfragedynamik in der Halbleiterindustrie 2022 normalisieren?

Der Mangel an Computerchips hat die Wirtschaft belastet und Branchen in einer Vielzahl von Sektoren, von Autoherstellern bis hin zu Medizingeräteherstellern, getroffen. Zudem trägt er zu Befürchtungen hinsichtlich einer hohen Inflation bei. Die Probleme in der globalen Lieferkette für Halbleiter dürften sich nicht so schnell entspannen, und dies hat für mehrere Branchen bereits erhebliche Folgen. Die Knappheit von Bauteilen sowie logistische Probleme führten beispielsweise dazu, dass Apple (einer der größten Käufer von Chips) seine Produktionsziele für das iPhone 13 für 2021 um 10 Millionen Einheiten nach unten korrigierte.

Unternehmen wie der niederländische Hersteller ASML sind das Herzstück der Branche und für den geplanten Kapazitätsausbau der Chip-Fertigung entscheidend. So ist ASML etwa der einzige Hersteller von EUV-Maschinen (Extreme Ultraviolett-Lithografie – eine Technologie, bei der die Schichten mit äußerst kurzen Wellenlängen auf den Wafer aufgebracht werden), die für die Herstellung der komplexesten Chips erforderlich sind. Eine Maschine kostet 150–200 Millionen US-Dollar und muss in 40(!) Containern zum Montageort transportiert werden. Neben all den betrieblichen Problemen beim schnellen Hinzufügen zusätzlicher Kapazitäten gibt es Kapitalprobleme, die den Chipherstellern zusätzliche Beschränkungen auferlegen.

Die US-Regierung hat Unternehmen wie Samsung, einen der weltweit größten Hersteller von Hightech-Komponenten, aufgefordert, neue Werke in den USA zu bauen, und dies als ein Gebot der wirtschaftlichen und nationalen Sicherheit bezeichnet. Ferner verabschiedete der Senat einen Gesetzentwurf (CHIPS Act, das US-amerikanische Innovations- und Wettbewerbsgesetz), der eine Zuweisung von 52 Milliarden US-Dollar an Subventionen zur Förderung der Halbleiterforschung, -entwicklung und -fertigung vorsieht. Der Gesetzentwurf wurde jedoch noch nicht vom Repräsentantenhaus verabschiedet.

#### 7) Die Märkte lieben Schlagwörter, und das neueste, das jetzt aufgetaucht ist, lautet „Stagflation“. Ist das eine Gefahr?

Es scheint, dass der jüngste Energiepreisanstieg Erinnerungen an die 1970er Jahre wachgerufen hat, als eine zweistellige Inflation, steigende Arbeitslosigkeit und schwaches Wirtschaftswachstum Spuren im kollektiven Gedächtnis der Märkte hinterlassen haben. Wir rechnen jedoch nicht damit, dass sich diese

Episode wiederholt. Stagflation bezeichnet eine *anhaltende Inflation in Verbindung mit einer stagnierenden Verbrauchernachfrage und einer relativ hohen Arbeitslosigkeit*.

Weder die Welt noch die USA scheinen unmittelbar in Gefahr zu sein, in eine Stagflation hineinzurutschen. Denn die Produktion im verarbeitenden Gewerbe ist zwar kräftig, aber noch nicht in der Lage, die sehr starke Nachfrage zu befriedigen. Sollte sich die Inflationslage jedoch nicht als vorübergehend erweisen, ist dies wahrscheinlich eine Diskussion, die 2022 wieder aufkommen wird.

**8) Was ist mit der Arbeitslosigkeit? Der Arbeitsmarkt scheint immer noch Schwierigkeiten zu haben, sich von der Pandemie zu erholen.**

Ja, das ist richtig. Während die Industrieländer bis Ende 2022 voraussichtlich wieder das Produktionsniveau vor der Krise erreichen werden, dürften nur zwei Drittel von ihnen ihr früheres Beschäftigungsniveau wiedererlangen.

In den USA gibt es beispielsweise heute mehr Stellenangebote als jemals zuvor. Bei 10,4 Millionen offenen Stellen reißen sich die Arbeitgeber darum, Arbeitskräfte zu finden, um die Nachfrage zu decken. Ähnliche Trends gibt es auch in Europa. So mangelt es in Deutschland einem Drittel der Unternehmen an Fachkräften, bei derzeit mindestens 400.000 offenen Stellen für Fachkräfte.

Für die schwerfällige Erholung des Arbeitsmarktes gibt es verschiedene Gründe. Einerseits hat die Gesundheitskrise nach wie vor Einfluss auf individuelle Entscheidungen über den Wiedereinstieg in den Beruf. Die Pandemie scheint jedoch auch etwas Größeres angestoßen zu haben – einen Wandel der kollektiven Einstellung zur Arbeit, den der amerikanische Psychologe Anthony Klotz „die große Resignation“ genannt hat.

Amerika hat beispielsweise einen neuen Rekord bei der Zahl der Menschen aufgestellt, die ihre Arbeitsstelle aufgeben. 4,4 Millionen Menschen kündigten im September 2021 (3,0 % der erwerbstätigen Bevölkerung Amerikas), die höchste Zahl seit 20 Jahren und deutlich über dem Niveau vor COVID von 2,3 % bis 2,4 %. Auch wenn sich die Kündigungen eher auf die Gastronomie- und Beherbergungsbranche sowie den Einzel- und Großhandel konzentrieren, findet die Abwanderung von Arbeitskräften auf breiter Front statt. Aber auch das ist nicht allein ein US-Phänomen. Nach Angaben der OECD sind seit dem Ausbruch des Coronavirus in 38 Mitgliedsländern mindestens 20 Millionen Arbeitnehmer nicht an ihren Arbeitsplatz zurückgekehrt. Davon haben 14 Millionen den Arbeitsmarkt verlassen und werden als „nicht erwerbstätig“ und „nicht arbeitssuchend“ eingestuft.

In einer Wirtschaft, in der es viele Stellen gibt und die Menschen, die sie besetzen, knapp sind, hat sich die Lage zum ersten Mal seit langer Zeit umgekehrt: Der Arbeitsmarkt wird von den Arbeitnehmern bestimmt.

Im Gegenzug beginnen die Arbeitgeber, die Löhne zu erhöhen und mehr Sozialleistungen anzubieten, um Arbeitnehmer anzuziehen. Zunächst könnte man erwarten, dass dies ein Warnsignal ist, das auf eine stärkere Inflation hindeutet. Vorerst bleibt die durchschnittliche gesamtwirtschaftliche Lohninflation jedoch begrenzt, wenngleich sie in bestimmten Sektoren höher ist.

*„Eine einmalige Verschiebung des Lohnniveaus als Teil der Anpassung an einen vorübergehenden unerwarteten Anstieg des Preisniveaus bedeutet keine Trendwende im Verlauf der zugrunde liegenden Inflation“*

– EZB Chef-Ökonom Philip Lane, Oktober 2021

Selbst in Ländern wie den USA, in denen der Druck zunimmt, werden die Löhne inflationsbereinigt möglicherweise überhaupt nicht steigen, wenn man bedenkt, dass sich die meisten Lohnsteigerungen auf Niedriglohnsektoren konzentrieren. Die Entscheidung von Amazon, Lagermitarbeitern beispielsweise mindestens 18 US-Dollar pro Stunde zu zahlen, veranlasste andere große Arbeitgeber, das Einstiegsgehalt am unteren Ende der Gehaltsskala zu erhöhen. In der Eurozone gibt es kaum Anzeichen für einen Anstieg der Löhne, obwohl die Arbeitslosigkeit auf den Tiefststand vor der Pandemie zurückgegangen und die Zahl der Menschen in staatlichen Arbeitsförderungssystemen stark gesunken ist. Die Lohnentwicklung hängt letztlich davon ab, wie stark die Inflationserwartungen verankert sind: Gelingt es den Zentralbanken, dies abzuwenden, ist es unwahrscheinlich, dass es zu einem Anstiegstrend kommt.

Um jedoch ein echtes Gefühl für das vom Arbeitsmarkt ausgehende Inflationsrisiko zu bekommen, müssen wir auch abschätzen, wie sich das Produktivitätswachstum entwickeln wird. Die Pandemie hatte große, abrupte und messbare Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und die Geschäftsmodelle. Ihre möglicherweise sehr bedeutsamen Auswirkungen auf das Produktivitätswachstum zu beurteilen, wird jedoch länger dauern. Gegenwärtig übertrifft das Lohnwachstum die Produktivität und dies kann noch für einige Zeit anhalten, wenn die Arbeitnehmer nicht in bedeutenderer Zahl ins Erwerbsleben zurückkehren.

Diese langsame Erholung der Arbeitsmärkte ist ein Schlüsselfaktor, der die Zentralbanken von der Straffung ihrer Geldpolitik abhält. In der Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) im November maß der Fed-Vorsitzende Jerome Powell dem Auftrag der Fed, Vollbeschäftigung zu erreichen, mehr Gewicht bei als der Inflationsbegrenzung und prognostizierte, dass Vollbeschäftigung erst in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres erreicht werde. Zugleich überraschte die Bank of England (BoE) die Märkte durch



Amerika hat einen neuen Rekord bei der Zahl der Menschen aufgestellt, die ihre

den Verzicht auf eine lange erwartete Zinserhöhung. Die BoE erklärte, dass die jüngsten Wirtschaftsdaten eine Erhöhung in den kommenden Monaten erfordern, um die Inflation auf dem Zielkurs zu halten, aber große Unsicherheiten im Hinblick auf den Arbeitsmarkt ließen sie vorerst abwarten.

## Anleihen und Zentralbankpolitik

### 9) Die entscheidende Frage lautet: Wird sich die Inflation als vorübergehend oder dauerhaft erweisen?

In den USA liegt die Inflation seit fünf Monaten in Folge über 5 %, und im Oktober erreichte sie mit 6,2 % den höchsten Stand seit November 1990. In der Eurozone liegt sie mit 4,1 % auf dem höchsten Stand seit Juli 2008. Die an eine hartnäckig niedrige Inflation gewöhnten Anleger sind verschreckt. Auch wenn sich die Inflation wahrscheinlich als langlebiger erweisen wird als erwartet, ist es unwahrscheinlich, dass sie das heutige hohe Niveau über einen längeren Zeitraum beibehalten wird. Wir rechnen damit, dass sie sich schließlich innerhalb der den Zentralbanken genehmen Spannen einpendelt – wahrscheinlich auf einem höheren Niveau als in den letzten Jahrzehnten, als sie notorisch niedrig war.

Dies steht im Einklang mit der Botschaft wichtiger Zentralbanken, die bei der Hochrechnung von Inflationswerten für Wachsamkeit plädieren.

*„Trotz des aktuellen Inflationsschubs bleiben die Inflationsaussichten mittelfristig verhalten“* Christine Lagarde, EZB-Vorsitzende, November 2021

*„Diese Engpasswirkungen waren größer und hielten länger an als erwartet“, so Jerome Powell. „Obwohl die Angebotseffekte derzeit im Vordergrund stehen, werden sie nachlassen. Und während sie dies tun, wird die Inflation voraussichtlich wieder in Richtung unseres längerfristigen Ziels sinken.“*  
Jerome Powell, Fed-Vorsitzender, Sitzung des FOMC, Oktober 2021

*„Aus unserer Sicht wird der Preisdruck vorübergehend sein – die Nachfrage wird sich von Waren zu Dienstleistungen zurückverlagern, die globalen Lieferketten werden sich wahrscheinlich von selbst reparieren und viele Rohstoffpreise haben im Laufe der Zeit eine Tendenz zur Rückkehr zum Mittelwert gezeigt.“*  
„Hard Yards“-Rede von Andrew Bailey, Gouverneur der BoE, September 2021

Der Markt stellt sich dagegen auf eine unangenehm hohe und länger anhaltende Inflation ein. Die aktuellen Breakeven-Inflationsraten (eine unvollkommene Schätzung der Inflationserwartungen) implizieren, dass die Preise viele Jahre lang hoch bleiben werden. Wir meinen jedoch, dass dies die

strukturellen Treiber übersieht, die in den letzten Jahrzehnten eine dämpfende Wirkung auf die Inflation hatten und die noch immer eine sehr starke Rolle spielen (zum Beispiel Digitalisierung, Demografie, zunehmende Automatisierung).

Abgesehen von Beschränkungen in der Lieferkette und einer beispiellosen aufgestauten Verbrauchernachfrage (im Abschnitt Makroökonomie erörtert), stammen die treibenden Faktoren der höheren Inflation heute von volatilen Komponenten des Inflationskorbs:

- Der weltweite Hunger nach Rohstoffen im Rahmen der Wiederöffnung der Volkswirtschaften hat die **Rohstoffpreise** in die Höhe getrieben
- Ein unglückliches Zusammentreffen von Faktoren auf dem **Energiemarkt** hat zu einem Anstieg der Öl- und Gaspreise geführt. Wir stehen vor dem Winter weltweit vor einer Energiekrise, und die Gründe dafür scheinen überwiegend vorübergehender Natur zu sein: mangelnde Wartung während der COVID-19-Pandemie, einer der am wenigsten windigen Sommer in Europa seit Jahren (was die Produktion sauberer Energie beeinträchtigt), niedrige Lagerbestände nach einem sehr kalten Winter 2020/21, Konkurrenz aus asiatischen Ländern um Flüssigerdgas, Brände in Produktionsanlagen und andere pandemiebedingte Faktoren. Die Krise wird zum Teil aber auch durch langfristige Faktoren wie die Abkehr von fossilen Brennstoffen verursacht und unterstreicht, dass die Energiewende sehr sorgfältig gesteuert werden muss. Die Internationale Energieagentur erklärt, dass sich die Investitionen in saubere Energie in den nächsten zehn Jahren verdreifachen müssen, um eine extreme Volatilität des Energiemarktes zu vermeiden. Siehe Anhang 3.0 mit einer Aufschlüsselung der Inflationskörbe.

Daher scheint es, dass der Markt vorschnell gehandelt und zu viel Inflation einkalkuliert hat, auch wenn wir die Tatsache nicht ignorieren können, dass der verzögerte Übergang von höheren Lebensmittel- und Ölpreisen für Importeure zu einer breiteren Inflation dazu führt, dass der Preisdruck voraussichtlich bis ins Jahr 2022 hinein erhöht bleiben wird. Oder anders ausgedrückt: Die Inflation ist zäher, als die Zentralbanken ursprünglich erwartet hatten.

*„Die Inflation wird sich im nächsten Jahr zweifellos abschwächen ... Aber die Intensität und Geschwindigkeit ihres Rückgangs werden möglicherweise nicht dem entsprechen, was wir vor einigen Monaten erwartet hatten.“*  
– EZB-Vizepräsident Luis de Guindos

Das Risiko dieser Prognose besteht darin, dass der Inflationsdruck weiter zunimmt und sich ausweitet. In einem solchen Szenario könnten die Inflationserwartungen zu einer höheren tatsächlichen Inflation führen, und die eigentlich als vorübergehend eingestufte Inflation (aufgrund von Verwerfungen im Gefolge der Pandemie) könnte zu einem längerfristigen Unterfangen werden.

Diese Entwicklung fürchten die Zentralbanker, da sie sich direkt auf das Verbraucherverhalten und die Unternehmensausgaben auswirken könnte. Steigende Mieten und ein gewisser Lohndruck inmitten von

Engpässen auf dem Arbeitsmarkt stellen bereits den vermittelten „vorübergehenden“ Charakter in Zweifel und werfen die Frage auf, wie vorübergehend „vorübergehend“ sein wird. Wir stellen jedoch fest, dass die zweifelhafte Definition des Begriffs „vorübergehend“ nicht angibt, wie lange der vorübergehende Zustand dauern könnte, sondern lediglich, dass er von selbst (ohne eine straffere Geldpolitik) verschwinden wird.

Vorerst halten die Zentralbanken an ihrem ursprünglichen Drehbuch fest. Um weitere Hinweise auf die Zinserhöhungszyklen zu erhalten, ist es aber besser, die Inflationserwartungen über drei Jahre hinaus zu betrachten. Die Mitteilungen der Zentralbanken werden entscheidend sein, um diese Erwartungen unter Kontrolle zu halten. Erwähnenswert ist auch, dass Jerome Powells Wiederernennung zum Vorsitzenden der US-Notenbank für eine weitere vierjährige Amtszeit, mit Lael Brainard als stellvertretender Vorsitzenden, Kontinuität in die Politik und Führung bringt.

#### 10) In der Geldpolitik hat sich eine Trendwende vollzogen. Ist das ein Risiko?

Tatsächlich begann sich das Blatt im Jahr 2021 zu wenden, als Brasilien, Mexiko, Russland, Rumänien und viele weitere Schwellenländer bereits einen Kurs der Zinserhöhungen einschlugen. Die Industrieländer erkennen jetzt an, dass die Inflation Risiken für die Wirtschaft mit sich bringt, und auch Norwegen und Neuseeland haben die Zinsen erhöht.

Es besteht kein Zweifel, dass wir uns weltweit in Richtung eines synchronisierten Straffungszyklus bewegen. Die Fortsetzung dieses Zyklus hängt auf kurze Sicht jedoch stark davon ab, wie sich die Pandemie über den Winter entwickeln wird. Bereits jetzt steigen die Infektionsraten und zwingen zu neuen Beschränkungen. Dies könnte sich negativ auf die Bereitschaft der Zentralbanken zu Zinserhöhungen auswirken. Falls sich die Gesundheitskrise besser entwickelt als befürchtet, könnte das eine große Hürde beseitigen und die Straffung der Geldpolitik beschleunigen.

In den USA vollzieht die Fed einen schwierigen Balanceakt, indem sie versucht, der Wirtschaft (insbesondere dem Arbeitsmarkt) so viel Zeit wie möglich zur Erholung zu geben und gleichzeitig schnell genug zu handeln, um die Inflation in Schranken zu halten. Der Markt hat die Ansicht der Fed in Frage gestellt, dass sich die Inflation als vorübergehend erweisen wird, und mehr als zwei Zinserhöhungen im Jahr 2022 eingerechnet, wobei die erste für Juli (zeitgleich mit dem Ende der geldpolitischen Drosselung) vorgesehen ist. Diese Erwartungen sind ziemlich aggressiv, und wir rechnen damit, dass ein Zinserhöhungszyklus ab 2023 beginnt (wie im Punktdiagramm der Fed angegeben). Die Einschränkung lautet, dass dies letztlich von der Inflationsentwicklung sowie vom Nachlassen der Angebotsbeschränkungen abhängt.

Klar ist jedoch, dass die anhaltende Drosselung der quantitativen Lockerungen der Fed (Reduzierung der Ankäufe von Staatsanleihen um 10 Milliarden US-Dollar und von hypothekenbesicherten Wertpapieren um 5 Milliarden US-Dollar pro Monat) keine Straffung der Geldpolitik bedeutet, auch wenn es ein erster Schritt auf dem Weg dorthin ist. Sollte sich 2022 eine dauerhaftere Form der Inflation durchsetzen,



könnte die Fed gezwungen sein, früher als erwartet zu reagieren. Sie wird sich zum Ziel setzen, eine sanfte Landung für die Wirtschaft zu ermöglichen.

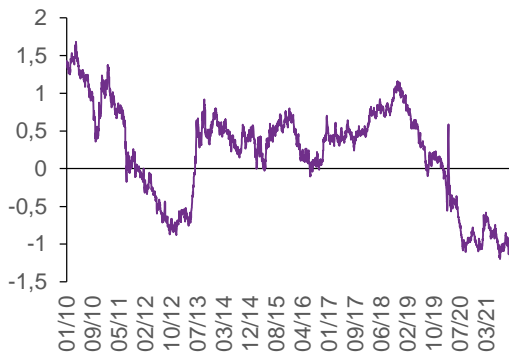
### Zentralbankprojektionen

				Zentralbankprognosen (in %)		
	Indikator	Aktuell	Stand:	2021	2022	2023
Eurozone	VPI (ggü. dem Vorjahr, in %)	4,10	Oktober 2021	2,20	1,70	1,50
	BIP (ggü. dem Vorjahr, in %)	3,70	Q3 2021	5,00	4,60	2,10
	Arbeitslosigkeit (in %)	7,40	September 2021	7,90	7,70	7,30
USA	Kern-PCE (ggü. dem Vorjahr, in %)	3,60	September 2021	3,70	2,30	2,20
	BIP (ggü. dem Vorjahr, in %)	2,00	Q3 2021	5,90	3,80	2,50
	Arbeitslosigkeit (in %)	4,60	Oktober 2021	4,80	3,80	3,50

Quelle: Bloomberg, *BIL*

Die EZB ist demgegenüber die einzige große Zentralbank, die sich nicht an den Zinserhöhungen beteiligt. Sie diskutiert vielmehr das Ende des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) (ix) und wie sie ihr Wertpapierkaufprogramm (APP) ausweiten kann, um zu vermeiden, dass den schwächeren Volkswirtschaften im Block der Boden unter den Füßen weggezogen wird. EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat die Marktwetten auf eine Zinserhöhung bereits im nächsten Oktober zurückgewiesen und erklärte, es sei „sehr unwahrscheinlich“, dass ein solcher Schritt im Jahr 2022 erfolgen würde.

10-jährige US-Realrenditen\* Seit 2010



10-jährige deutsche Realrenditen\* Seit 2010



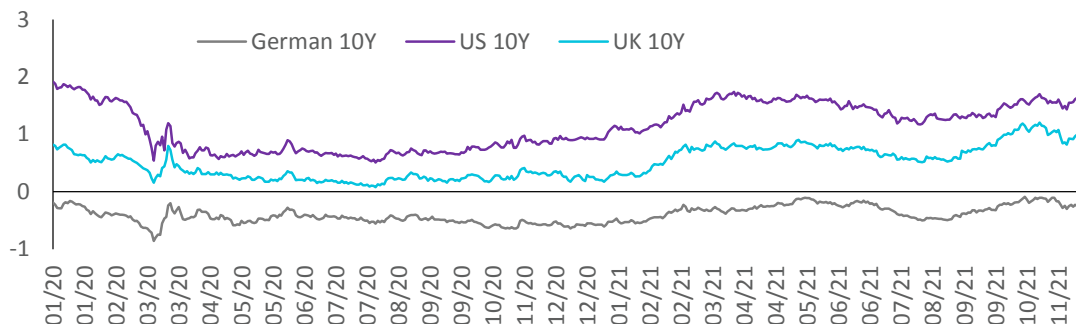
\* nominal – Breakeven-Inflationsraten

Quelle: Bloomberg, BIL

Eine Straffung der Geldpolitik stellt für sich genommen kein Risiko dar, wenn die Zentralbanken richtig kommunizieren. Erstens sind die Realzinsen immer noch stark negativ, mehr noch als zu Jahresbeginn. Zweitens genießt die Wirtschaft nach wie vor fiskalpolitische Unterstützung und erfreut sich einer starken Nachfrage, was bedeutet, dass sie einer allmählichen Reduzierung der geldpolitischen Unterstützung wahrscheinlich standhalten kann. Die Straffung *wird* jedoch Auswirkungen auf die Preise von Vermögenswerten haben. Die Aktienvolatilität befindet sich, seitdem die Zentralbanken im Zuge von COVID-19 vor rund 18 Monaten in die Märkte eingegriffen haben, in einem Abwärtstrend und könnte wieder anziehen. Im Anleihenbereich dürften sich die Spreads für Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen in einer größeren Spanne bewegen, während wir künftig ebenfalls eine höhere Volatilität bei den Zinssätzen sehen könnten. Darüber hinaus könnte der Markt bei weniger Zentralbankinterventionen möglicherweise das Gesetz von Angebot und Nachfrage wiederentdecken und empfindlicher auf große Portfolioumschichtungen reagieren.

Volatilität schafft für erfahrene Anleger jedoch Chancen.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen seit Januar 2020



Quelle: Bloomberg, BIL

#### 11) **Erwarten Sie für das nächste Jahr steigende Renditen? Wie sehen Ihre Jahresendziele aus?**

Es ist sehr wahrscheinlich, dass die Renditen in 12 Monaten höher sein werden. Wir sehen 10-jährige US-Treasuries bis Ende 2022 bei rund 2 % und deutsche Bundesanleihen bei 0,20 %, d. h. in beiden Fällen über ihren aktuellen Terminkursen. Das bedeutet jedoch nicht unbedingt, dass es eine gerade Linie von Punkt A zu Punkt B geben wird, denn es könnte zu einigen Rückschlägen mit vorübergehenden technischen Korrekturen kommen.

*Aufgrund des von uns erwarteten allmählichen Anstiegs der Renditen sind wir bei festverzinslichen Wertpapieren, insbesondere Staatsanleihen, weitgehend zurückhaltend und plädieren für Vorsicht bei der Duration.*

#### 12) **Wie können Anleihen Anleger Renditen erzielen?**

2021 war kein einfaches Jahr für Anleihen Anleger – Kreditrisiken aber kein Durationsrisiko einzugehen, funktionierte am besten. Kurz vor Beginn des Jahres 2022 bleiben die Renditen trotz der Erholung der Weltwirtschaft hartnäckig niedrig. Die Suche nach Erträgen ist für Anleger weltweit nach wie vor eine langfristige Herausforderung und erfordert die Berücksichtigung aller Bereiche des Anleihspektrums. Da die Realzinsen 2021 weiter sinken und auf absehbare Zeit negativ bleiben dürften, droht Anlegern ein realer Vermögensverlust, wenn sie überschüssige Barmittel und qualitativ hochwertige Anleihen halten.

Für das Jahr 2022 befürworten wir immer noch eine Ausrichtung auf ein höheres Kreditrisiko, ohne dies jedoch zu überspannen. Denn das Kreditrisiko dürfte in den ersten beiden Quartalen 2022 beherrschbar sein. Darüber hinaus sind Vorhersagen schwieriger, da viel von den Auswirkungen abhängen wird, die sich aus der geldpolitischen Straffung der Zentralbanken auf das Wirtschaftswachstum ergeben. Sollten die Zentralbanken zu aggressiven Maßnahmen gezwungen sein, könnte dies das Wachstum drosseln und in der zweiten Jahreshälfte ein Umfeld für höhere Spreads schaffen.

*Wir bevorzugen Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating und Hochzinsanleihen aus Industrieländern.*

Im Rahmen unserer gegenwärtigen Anleihenallokation bevorzugen wir **Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating**. Auf mikroökonomischer Ebene sind die Unternehmensbilanzen gesund, die Verschuldung liegt auf Vor-COVID-Niveau und es gibt hohe Mittelzuflüsse, da viele Anleger auf der Jagd nach Rendite sind. Unternehmensanleihen sind jedoch nahezu perfekt bewertet und die Spreads bieten wenig Spielraum für eine weitere Rally; Überrenditen müssen daher durch Carry-Trades und Selektivität erzielt werden. **Kurzfristige hybride Unternehmensanleihen** und **Finanzwerte** sind hierbei für uns besonders interessant.

Nach einem schwierigen Jahr 2021 sind wir auch hinsichtlich der Aussichten für den chinesischen Investment-Grade-Anleihenmarkt im Jahr 2022 zuversichtlicher geworden, wobei die Geldpolitik voraussichtlich moderat locker bleiben wird und das Potenzial für eine Senkung des Mindestreservesatzes (MRS) oder sogar eine Zinssenkung besteht. Politische Risiken und Kreditrisiken werden für staatliche Unternehmen, die eine wichtige Rolle in Chinas Wirtschaft spielen, begrenzt sein. Die Bewertungen sind bei den aktuellen Spread-Niveaus angemessen, und wir werden mit der Einführung des Southbound Trading im Rahmen von Bond Connect zwischen dem chinesischen Festland und Hongkong mehr technische Unterstützung von der Nachfrageseite sehen. Wir bevorzugen Unternehmen mit robuster Rentabilität und besserer eigenständiger Bonität, insbesondere High-Tech-Hersteller und Staatsunternehmen. Zu den möglichen Abwärtsrisiken zählen ein schneller als erwartet verlaufender Anstieg der Renditen von US-Treasuries und eine weitere Abschwächung im Immobiliensektor.

Wir sind auch gegenüber **Hochzinsanleihen aus Industrieländern** positiv eingestellt. In diesem Bereich ist die Zahl der Zombiunternehmen gering, denn die Verschuldungsquoten liegen nun auf dem gleichen Niveau wie vor der Pandemie und es gibt sowohl in den USA als auch in Europa mehr Hoch- als Herabstufungen. Während sich die Spreads europäischer Hochzinsanleihen vor kurzem geweitet haben, sind sie in den USA innerhalb ihrer Spanne geblieben. US-Hochzinsanleihen profitieren von den höheren Ölpreisen, da ein größerer Teil von ihnen im Energiesektor angesiedelt ist. Im Hochzinssegment bevorzugen wir aufgrund des kräftigen Hochstufungszyklus **Unternehmensanleihen mit BB-Rating**. Es gibt zahlreiche Unternehmen im Bonitätssegment BB, die kurz vor einem Wechsel ins Investment-Grade-Universum stehen. Wenn sie das schaffen, werden diese „Aufsteiger“ in der Regel mit einer Verengung der Spreads belohnt.

Bei Schwellenländeranleihen bevorzugen wir **auf Hartwährung lautende Investment-Grade-Unternehmensanleihen**, die ein besseres Volatilitäts- und Durationsprofil aufweisen. Unternehmensanleihen reagieren weniger empfindlich auf einen Anstieg der Realzinsen. Bei Hochzinsanleihen aus Schwellenländern sind wir zurückhaltender, da das gesamte Anlageuniversum von den Unsicherheiten im Zusammenhang mit chinesischen Immobilienentwicklern betroffen ist. Allein chinesische Hochzinsanleihen haben ihr schlechtestes Jahr seit Beginn der Aufzeichnungen erlebt und bis November rund 30 % verloren (die Bewertungen berücksichtigen das Worst-Case-Szenario, denn die aktuelle Rendite im schlechtesten Fall (Yield-to-worst) impliziert eine Ausfallquote von mehr als 30 %). Während die Fed davor gewarnt hat, dass Chinas angeschlagener Immobiliensektor globale Risiken bergen könnte, gibt es noch keine klaren Anzeichen dafür, ob Peking mit einem breiten, nationalen Plan zur Bewältigung der Krise eingreifen und sich als eine Art Kreditgeber letzter Instanz positionieren wird. Die chinesischen Aufsichtsbehörden versuchten jedoch in den letzten Wochen, Anleger und Eigenheimkäufer zu beruhigen, indem sie erklärten, dass die Risiken kontrollierbar seien und die übermäßige Kreditverknappung durch die Banken korrigiert wurde.

Inflationsgebundene Anleihen waren eines der Segmente des Anleihenmarktes, das 2021 eine hervorragende Performance lieferte, wobei sowohl TIPS in den USA als auch inflationsgebundene Anleihen der Eurozone die 6 %-Marke überstiegen. Wer in inflationsgebundene Anleihen investieren möchte, um sich vor künftiger Inflation zu schützen, muss sich bewusst sein, dass viele Inflationsrisiken

bereits eingepreist sind. Die 5-Jahres-Breakeven-Raten in Europa und den USA liegen auf Rekordniveau (1,70 % bzw. 3,06 %). Trotz des starken Wachstums und des immer angespannteren Arbeitsmarktes dürften die im Vergleich zum Vorjahr einfacheren Umstände und ein nachlassender Druck in den Lieferketten in den nächsten 12 Monaten zu einer Abschwächung der Inflation führen, die voraussichtlich im ersten Quartal 2022 ihren Höchststand erreichen wird. Dies dürfte eine Neubewertung des Inflationsrisikos und damit eine Underperformance von inflationsgebundenen Anleihen gegenüber nominalen Anleihen nach sich ziehen.

13) Wenn Kredite aus Industrieländern eine Ihrer wichtigsten Präferenzen sind, wie sieht es mit Unternehmensanleihen in den USA im Vergleich zu Europa aus? Sind steigende Ausfallquoten zu erwarten?

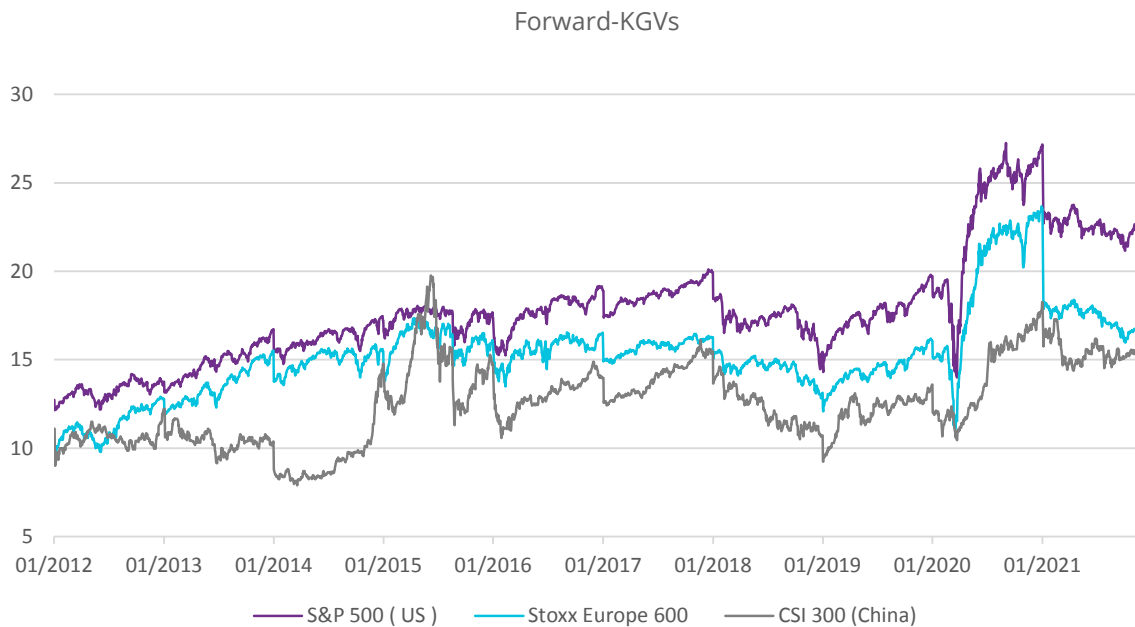
Betrachtet man das Universum der in Umlauf befindlichen Anleihen, so steigt die Verschuldung von Jahr zu Jahr. Der Silberstreif am Horizont ist, dass dies auch mit einem Anstieg des BIP einhergeht – beide bewegen sich glücklicherweise Hand in Hand.

Wir rechnen derzeit, insbesondere für das erste Halbjahr 2022, nicht mit einem Anstieg der Ausfallquoten und sind mit der Dynamik auf beiden Seiten des Atlantiks zufrieden. Vielleicht könnte es in der zweiten Jahreshälfte zu einem Anstieg der Ausfallerwartungen kommen. Die zu überwachende Schlüsselvariable sind die Finanzierungsbedingungen, und die sind derzeit noch äußerst entgegenkommend. Steigende Zinsen sind für die meisten Unternehmen zu bewältigen, wenn der Anstieg im Rahmen unserer Erwartungen liegt. Dennoch erfordern bestimmte Sektoren eine genauere Überwachung, beispielsweise Immobilienanleihen, ein Segment, in dem einige Anleger bereits die Bewertungen hinterfragen.

## Aktien

14) Es ist die Rede von Spitzenbewertungen – ist das eine Gefahr? Was ist nötig, damit Aktien 2022 ihren Aufwärtstrend fortsetzen können?

Vor COVID-19 erlebten Aktien ihre längste Hausse der Geschichte und die Vorstellung von „Spitzenbewertungen“ war bereits weit verbreitet. Im Anschluss an die beeindruckende Rally nach der Krise, bei der die Aktienindizes mühelos von einem neuen Höchststand zum nächsten sprangen, kehrt der Gedanke der Spitzenbewertung zurück und wird wahrscheinlich auch im Jahr 2022 die Diskussion beherrschen. Überzogene Bewertungen sind nicht unbedingt ein Hindernis für höhere Aktienkurse – sie vergrößern nur das Abwärtsrisiko, da die Marktkurse im Wesentlichen auf Perfektion ausgerichtet sind.



Quelle: Bloomberg, *BIL*

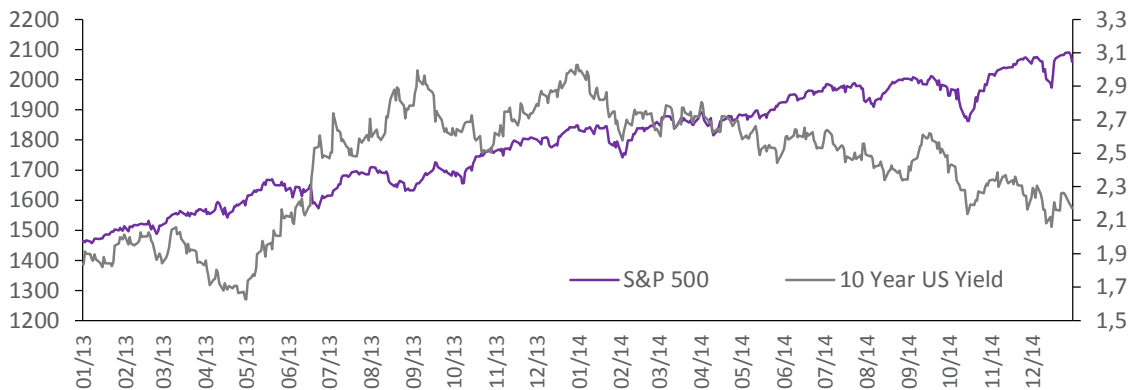
Dennoch scheinen die Aktienmärkte, unterstützt von einer sehr starken Verbrauchernachfrage, einer nach wie vor lockeren Geldpolitik, einem gerade verabschiedeten Infrastrukturgesetz und einer Rendite 10-jähriger Treasuries von rund 1,5 %, optimistisch in die Winterferien zu gehen. Der Markt hat immer noch viel Liquidität, und wenngleich Aktien teuer sind, so ist auch alles andere teuer (zur Veranschaulichung muss man nur NFT-Auktionen und die Marktkapitalisierung von Kryptowährungen betrachten). Aus Sicht der Kapitalzuweisung gibt es nur sehr wenige attraktive Alternativen zu Aktien (manchmal auch als TINA-Effekt bezeichnet: There is no Alternative – Es gibt keine Alternative). Sofern man nicht mit einer unmittelbar bevorstehenden Korrektur bei Aktien rechnet, sind sie immer noch die richtige Wahl, denn zunehmend negative Realzinsen machen andere Anlageklassen (wie etwa Barmittel und festverzinsliche Anlagen) uninteressant. Die klare Botschaft, die den Anlegern 2021 vermittelt wurde, war, dass robuste Märkte eine abwartende Haltung kostspielig machen.

Die Gewinne werden 2022 der wichtigste Faktor für Aktien sein, und obwohl sie 2021 möglicherweise einen Höchststand erreicht haben, bleibt der Gewinnzyklus sehr stark. Da ein starkes Wirtschaftswachstum bis weit in das Jahr 2022 hinein erwartet wird, dürfte sich dies auch nicht ändern.

Die steigenden Inputkosten haben sich noch nicht nennenswert auf die Margen ausgewirkt. Der Zeitplan für die Behebung von Engpässen und Problemen auf der Angebotsseite wird jedoch immer wichtiger: Wenn sie im ersten Halbjahr behoben werden (wir sehen bereits etwas Licht am Ende des Tunnels), erwarten wir eine Wiederbelebung des Wachstums, die sich günstig auf Aktien auswirken wird.

Da die Zentralbanken jetzt die Unterstützung aus der Krisenzeit zurückfahren, fragen sich einige, ob steigende Renditen eine Bedrohung für Aktien darstellen, da sie ihre relative Attraktivität mindern könnten. Kurz gesagt, als isoliertes Thema wird dies für die Aktienmärkte kein ernsthaftes Problem darstellen, da die Zinsen immer noch auf sehr niedrigem Niveau liegen. Im Jahr 2013, als die Finanzmärkte von der Fed eine Drosselung ihres Anleihenkaufprogramms erwarteten, stiegen die Renditen von rund 1,6 % auf mehr als 3 %, und in diesem Zeitraum legten auch Aktien zu, wie in der folgenden Grafik dargestellt (die Drosselung wurde am 22. Mai 2013 angekündigt und begann Ende Dezember desselben Jahres). Besorgniserregend würde es erst, wenn höhere Renditen mit anderen Risikofaktoren zusammenfielen (dauerhaftere Inflation, anhaltender Arbeitskräftemangel usw.), da die Häufung von Risiken zu einem Kippeffekt führen könnte.

10-jährige US-Rendite und S&P 500 während der letzten Drosselungsphase



Quelle: Bloomberg, *BIL*

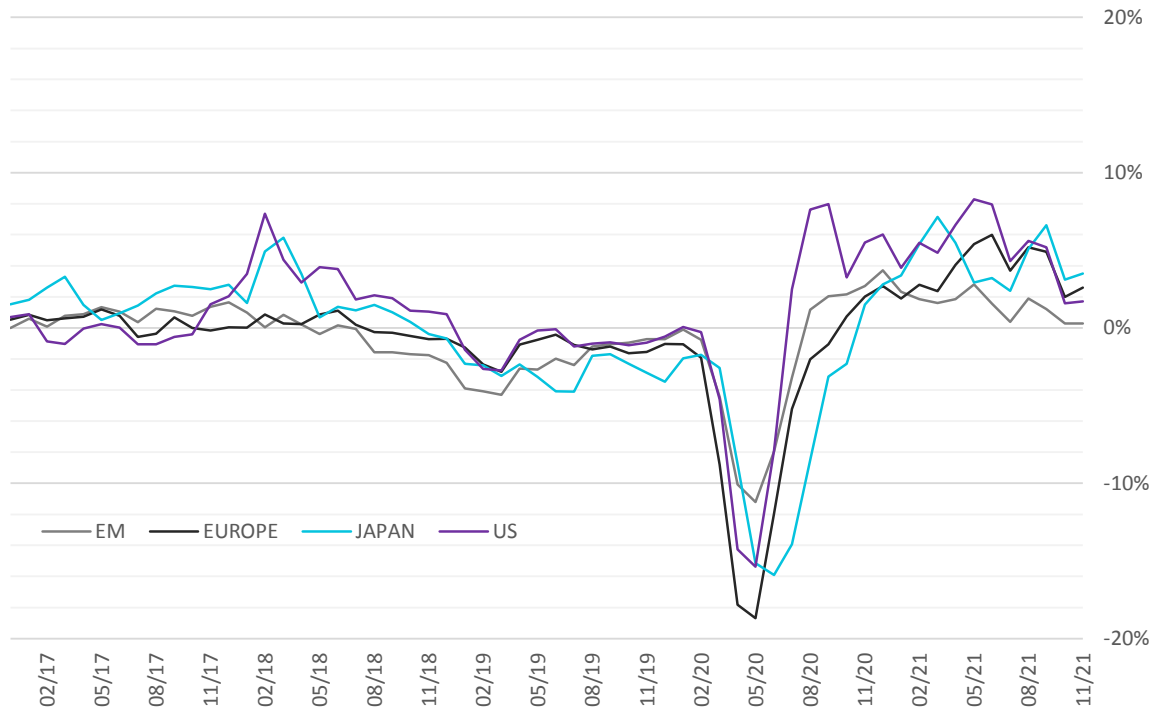
15) Sind die Gewinnerwartungen für 2022 hoch? Können die Unternehmen sie übertreffen? Wird es zu negativen Revisionen kommen?

Die Erwartungen sind eigentlich nicht so hoch, da wir uns im Normalisierungsprozess befinden. Nachdem das Wachstum der Gewinne pro Aktie im Jahr 2020 vernichtet wurde, folgte bis jetzt ein außergewöhnliches Gewinnwachstum.

In der Berichtssaison des dritten Quartals überraschten 81 % der S&P 500-Unternehmen positiv und das Gewinnwachstum betrug 39 % gegenüber erwarteten 27 %. Zur Halbzeit der europäischen Berichtssaison hatten 68 % der Unternehmen positive Gewinnüberraschungen geliefert, mit einem Gewinnwachstum von 57 % gegenüber erwarteten 45 %.

Vor diesen starken Ergebnissen begannen die Gewinnrevisionen für 2022 auf Indexebene zu sinken, aber die Fortschreibung hat jetzt eine Pause eingelegt.

Revisionen der relativen Gewinne



Quelle: Bloomberg, BIL

Obwohl die Lieferengpässe und der Arbeitskräftemangel noch keinen nennenswerten Einfluss auf die Margen haben, wurden diese Themen in Telefonkonferenzen zu den Ergebnissen des dritten Quartals häufig erwähnt. Die Meinungen darüber, wann diese Fragen nach Einschätzung der Unternehmen gelöst würden, gingen jedoch auseinander. Es ist wahrscheinlich, dass diese Probleme bei den Gewinnergebnissen des vierten Quartals 2021 und des ersten Quartals 2022 in die tatsächlichen Zahlen einfließen werden. Zudem wird es interessant sein zu sehen, ob der Markt und die Analysten auf die gleiche Weise auf verfehlte Gewinne pro Aktie reagieren, die durch angebotsseitige Probleme verursacht sind, wie sie dies bei nachfragebedingten Enttäuschungen tun. Möglicherweise werden die Gewinnrevisionen weiter nach unten korrigiert, vielleicht aber auch nicht, wenn die Analysten über diese Probleme hinausschauen und sie als Umsatzverschiebung wahrnehmen.

Später im Jahr 2022 könnten die Gewinnrevisionen anziehen, wenn weitere Engpässe behoben werden. Der Trend könnte sich auch schnell in die entgegengesetzte Richtung entwickeln, wenn die Zinsen steigen, die Inflation sich als hartnäckiger erweist und für die Inputkosten im ersten Halbjahr keine Lösung gefunden wird.



16) Welche Aktienpräferenzen haben Sie in Bezug auf die Regionen?

*Wir sind in den USA und Europa Übergewichtet, in China neutral positioniert und in den Schwellenländern untergewichtet*

In Übereinstimmung mit unserem makroökonomischen Ausblick ziehen wir Aktien der Industrieländer denen der Schwellenländer vor.

Die USA schneiden am besten ab und zeigen Stabilität in ihren Makrodaten. Sie sind auch unter dem Gesichtspunkt einer Flucht in sichere Werte bei einer potenziellen Risikoaversion attraktiv (hier gibt es mehr hochwertige Aktien, die sich in solchen Phasen tendenziell gut entwickeln). Zur zweiten Jahreshälfte, wenn sich das Wachstum und die Inflation abschwächen, werden der GARP-Stil („growth at a reasonable price“, d. h. Wachstum zu einem vernünftigen Preis) und der Qualitätsstil bei den Anlegern wieder an Beliebtheit gewinnen, und diese Art von Aktien konzentriert sich stärker auf die USA.

Europa hingegen erlebt derzeit einen Makro-Rollover und die Region hinkt den USA bei den Gewinnen hinterher. Allerdings kommt das gegenwärtige Umfeld der höheren Zinssätze und Inflationsraten dem stärker wertorientierten Charakter des europäischen Marktes zugute. Darüber hinaus verfolgt die EZB eine wesentlich zurückhaltendere Geldpolitik als andere große Zentralbanken.

China ist aus Bewertungssicht attraktiv. Die regulatorische Unsicherheit macht jedoch internationale Anleger misstrauisch, und die Region ist jetzt im Vergleich zu den Industrieländern sehr günstig. Derzeit stehen wir chinesischen Aktien neutral gegenüber, sind jedoch bereit, unser Engagement zu erhöhen, sollten wir mehr Klarheit auf der regulatorischen Seite erlangen (was die Volatilität verringern dürfte) und sollte China beginnen, sein starkes Arsenal an fiskalpolitischer Kraft einzusetzen.

Chinesische Inlands- wie Auslandsaktien sollten für langfristige Anleger vergleichsweise Vorteile bieten, und wir sind in Bezug auf die folgenden Anlagethemen besonders optimistisch:

- **Innovation und der industrielle Nachrüstungszyklus in Richtung einer fortschrittlichen Fertigung**

Diese Themen werden sich als wichtige Säule der langfristigen Entwicklung und des Wirtschaftswachstums Chinas durchsetzen, wobei im Einklang mit Chinas Strategie Innovation 2025 fortschrittliche Fertigungssektoren im Mittelpunkt stehen. Hardwaresektoren wie elektronische Bauteile, Halbleiter und tragbare Geräte profitieren weiterhin von globalen Innovationen und technologischen Durchbrüchen einheimischer Hersteller. Chinas Bekenntnis zur Klimaneutralität bis 2060 treibt langfristige Investitionen in den Bereichen Solar-/Windkraft, Energiespeicherung, Bau intelligenter Netze, Fahrzeuge mit alternativer Antriebstechnik (New Energy Vehicle) und Wertschöpfungskette der Lithiumbatterieindustrie voran. Führende

Unternehmen dieser Branchen erfreuen sich einer robusten Expansion, was sie zu begehrten Basiswerten für ein langfristiges Anlageportfolio macht.

- **Belebung bei den Konsumgütern zusammen mit einer Aufwertung des Konsums im Zuge der wachsenden Mittelschicht**

Wie im Makroabschnitt erwähnt, etablierte sich im dritten Quartal 2021 über steigende Einzelhandelspreise ein Trend zu einem höheren VPI-Preisdruck. Führende Verbrauchermarken beginnen, den Kostendruck an die Endverbraucher weiterzugeben, da sich der Konsum allmählich erholt. Die Nachfrage nach Premiumprodukten ist auch ein langfristiger Faktor, der den Aufwertungsbedarf der Verbraucher und die Nachfrage nach diversifizierten Produktangeboten widerspiegelt. Wir glauben, dass Preiserhöhungen 2022 stärker verbreitet sein werden und führende Unternehmen mit einem besseren Produktmix und einem starken Markenimage in den Konsumsektoren von einer Ausweitung der Margen profitieren werden. Diese Unternehmen dürften in einem reflationären Umfeld ein überdurchschnittliches Gewinnwachstum erzielen.

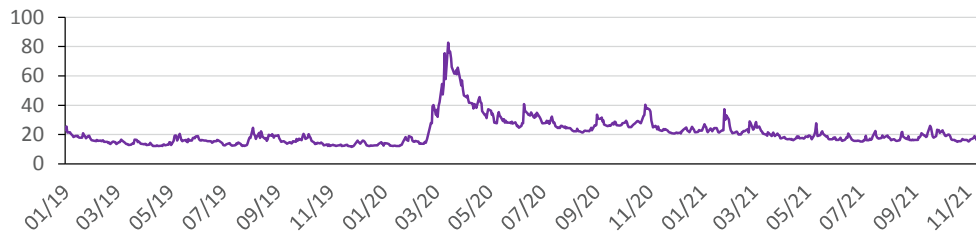
- **Normalisierte Regulierungspolitik für Technologiesektoren im Jahr 2022**

Wir sind der Auffassung, dass der Markt nach einem einjährigen Regulierungszyklus viele der politischen Schwierigkeiten, darunter das Kartellrecht, die Datensicherheit, der Jugendschutz und die soziale Verantwortung, berücksichtigt hat. Chinesische Internet-Aktien verloren gegenüber ihrem Höchststand im Februar 2021 im Durchschnitt um etwa 45 % an Wert, was auf einen regulatorischen Überhang, ein langsames Gewinnwachstum und einen langfristigen Margenrückgang zurückzuführen ist. In der zweiten Hälfte des Jahres 2021 beobachteten wir einen Trend zur schrittweisen Verbesserung der politischen Transparenz und regulatorischen Klarheit durch die chinesischen Regulierungsbehörden. Einige Bereiche wie das Kartellrecht und der Jugendschutz stehen kurz vor einem „stufenweisen“ Abschluss. Unternehmen wie Alibaba und Meituan haben ihre jeweiligen Strafen und spezifische Anweisungen für zukünftige betriebliche Anpassungen erhalten. Mit Blick auf die Zukunft könnten detailliertere Regulierungsmaßnahmen eingeführt werden, wenn auch auf vorhersehbarere und reibungslosere Weise. Die Stimmung in diesem Sektor wird sich durch folgende Faktoren weiter verbessern: 1) Die E-Commerce-Branche erreichte im dritten Quartal 2021 die Talsohle, 2) große Plattformen werden ihre Wettbewerbsvorteile im Online-Gaming aufgrund einer besseren Einhaltung der Jugendschutzrichtlinien der Regulierungsbehörde sowie durch innovativere und diversifiziertere Spieleportfolios steigern, 3) attraktive Bewertungen.

## 17) Wie lauten Ihre Sektor- und Stilpräferenzen?

Wir erwarten für 2022 eine höhere Volatilität an den Aktienmärkten, vor allem, solange die Probleme auf der Angebotsseite nicht gelöst sind.

Die Volatilität liegt derzeit auf dem Niveau vor Ausbruch der Pandemie (VIX)



Quelle: Bloomberg, BIL

Anstatt unser Aktienengagement direkt zu reduzieren, haben wir bei unserer Branchenallokation auf eine Barbell-Strategie gesetzt, um das Risiko auszugleichen. Diese beinhaltet sowohl zyklische Werte, die sich in einem inflationären Umfeld zumeist gut bewähren, als auch defensive Titel (Gesundheitswesen).

#### Bevorzugte Sektoren

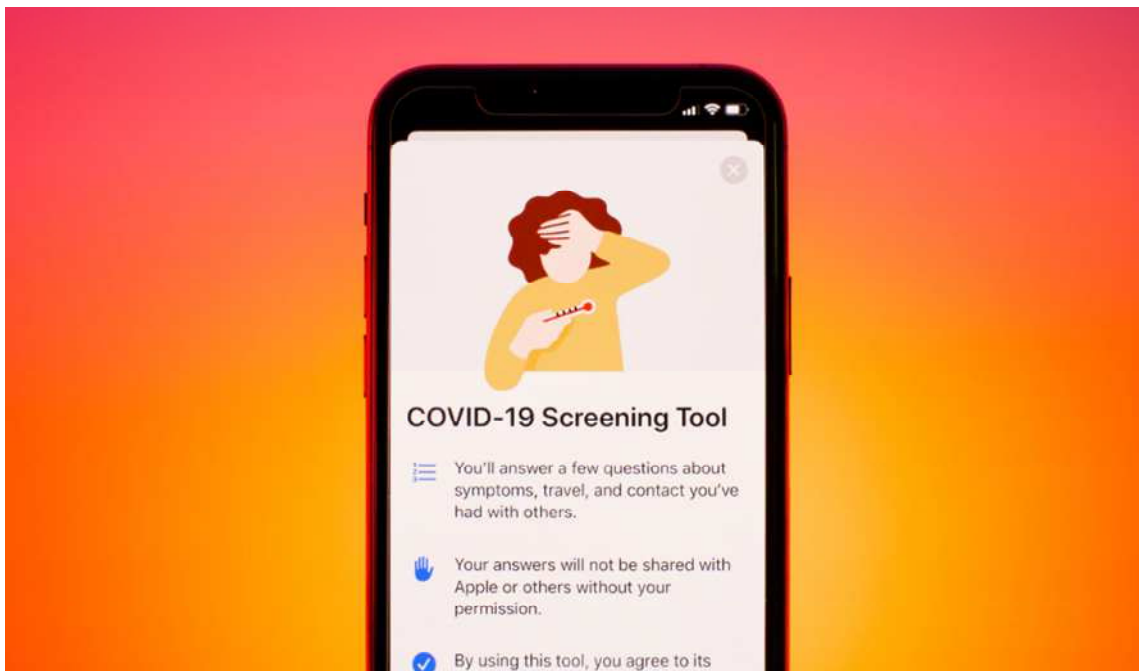
NEGATIV	NEUTRAL	POSITIV
Basiskonsumgüter	Versorger	Finanzwesen
Industrie (Europa)	Industrie (USA)	Grundstoffe
Nicht-Basiskonsumgüter (USA)	Nicht-Basiskonsumgüter (Europa)	Energie
	IT	Gesundheitswesen
	Immobilien	
	Kommunikationsdienstleistungen	

Der **Energiesektor** wird angesichts der weltweiten Energiekrise und der angespannten Lage an den Ölmärkten bis ins Jahr 2022 hinein eine Outperformance erzielen. Der Sektor gehört zu den größten Nutznießern der Wiederaufnahme der Wirtschaftstätigkeit (insbesondere, da die Menschen wieder mehr reisen). Die Gewinnschätzungen werden deutlich nach oben korrigiert und der anhaltende Aufwärtstrend der Ölpreise, durch die mehr Ölfelder rentabel werden, stützen den Sektor.

**Grundstoffe** sind ebenfalls ein zyklischer Sektor. Er wird weiterhin von den angesichts der hohen Nachfrage auf breiter Front gestiegenen Rohstoffkosten und von starken fiskalpolitischen Impulsen profitieren – sei es durch Bidens US-Infrastrukturinitiative „Build Back Better“ oder das NextGeneration-Programm der EU. Uns gefällt besonders der Teilssektor Bergbau, bei dem es sich um ein spätzyklisches Anlagensegment mit hohen Cashflow-Renditen handelt. Die Nachfrage nach den meisten Rohstoffen des Bergbausektors hat robuste Bedingungen für Produzenten und Explorationsunternehmen geschaffen, und Angebotsengpässe bilden die Grundlage für historisch überdurchschnittliche Preise bis 2025, die hauptsächlich durch die steigende Nachfrage nach den bei der beschleunigten globalen Energiewende verwendeten Grundstoffen bestimmt werden. (x)

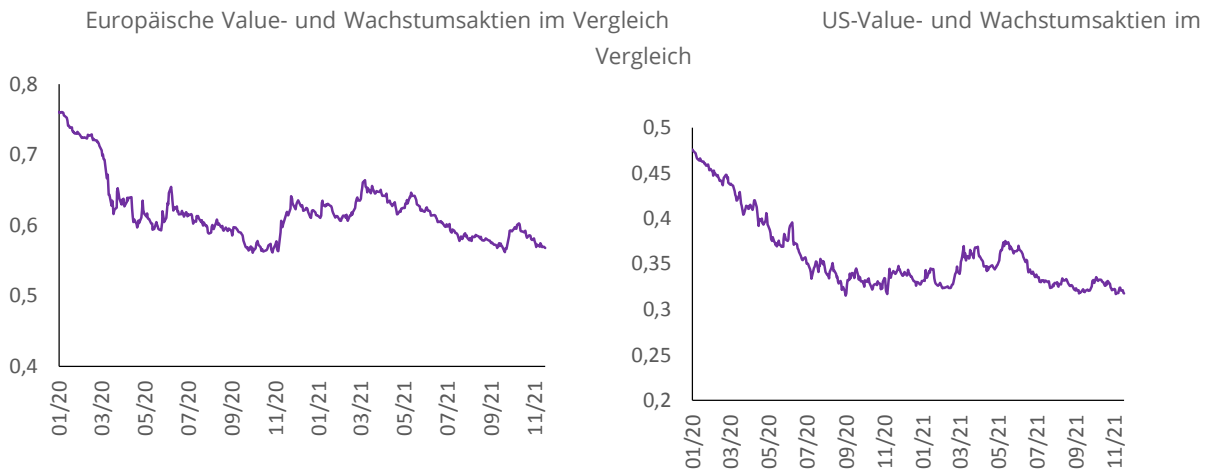
**Finanzwerte** profitieren stark von steigenden Zinsen. Die Nettozinsmargen sind an das lange Ende der Kurve gebunden, während das Einlagenwachstum dank der Anreizmaßnahmen stark ist. Dies ist ebenfalls ein Sektor, für den wir Effizienzsteigerungen und Innovationen durch Digitalisierung erwarten.

Das **Gesundheitswesen** ist ein defensives Segment, das Belastungen durch die Inflation, erhöhte Faktorkosten, Arbeitskräftemangel und Lieferkettenprobleme weniger stark ausgesetzt ist. Nachdem der Sektor durch die Pandemie ins Rampenlicht gerückt wurde, erlebt er eine Innovationswelle, insbesondere in Bereichen wie Telemedizin, Patientenversorgung und Behandlungen (die mRNA-Impfstofftechnologie könnte möglicherweise zur Behandlung anderer schwerer Krankheiten eingesetzt werden (xi)). Darüber hinaus gibt es ein breites Spektrum an Möglichkeiten für die Zusammenarbeit zwischen dem öffentlichen und dem privaten Sektor.



Nachdem der Gesundheitssektor durch die Pandemie ins Rampenlicht gerückt wurde, erlebt er eine Innovationswelle

In Bezug auf den Stil bevorzugten wir im gesamten Jahr 2021 **Value**-Aktien, die normalerweise von höheren Zinsen und einer höheren Inflation profitieren. Angesichts der hohen Inflationserwartungen und einer restriktiveren Stimmung unter den Zentralbanken, ist es weiterhin ratsam, in diesem Segment präsent zu sein. Tatsächlich weisen Value-Aktien immer noch bessere Netto-Gewinnkorrekturen auf als Wachstumsaktien – was darauf hindeutet, dass es bei diesen Titeln nach wie vor etwas Spielraum gibt.



Quelle: Bloomberg, BIL

Wir sind jedoch der Auffassung, dass der GARP-Anlagestil (Wachstum zu einem vernünftigen Preis) im Laufe des Jahres 2022 die Führung zurückerobert wird, wenn sich die Probleme in den Lieferketten bessern und die Inflation nachlässt. Davon würden Aktien mit längerer Duration in Sektoren wie der IT profitieren, deren Gewinnströme weiter in der Zukunft liegen.

Big-Tech-Unternehmen weltweit sind immer noch kritischen Überprüfungen durch die Aufsichtsbehörden ausgesetzt (als Beispiele sind die Kartellstrafe von Google in Höhe von 2,8 Milliarden US-Dollar und die Whistleblower-Aussage vor einem Unterausschuss des Senats zu Facebook, in der behauptet wird, dass das Unternehmen Gewinne vor Sicherheit stelle, zu nennen). Dennoch ist es unwahrscheinlich, dass die Regulierungsbehörden so drastisch vorgehen, dass sie das langfristige Wachstum ihrer einheimischen Innovationskraftpakete mitten im globalen Wettlauf um die technologische Vorherrschaft unterbrechen oder behindern würden. Der Technologiesektor profitiert von starkem Rückenwind durch den Strukturwandel hin zu einer stärker digitalisierten Gesellschaft.

#### 18) Konzentrieren Sie sich bei Ihrem Auswahlverfahren auf die Nutznießer der Inflation?

Tatsächlich besteht eine der besten Möglichkeiten, mit Engpässen und Problemen in der Lieferkette umzugehen, darin, dass die Unternehmen ihre Preise erhöhen. Eine Handvoll Unternehmen hat dies bereits ohne negative Auswirkungen auf die Nachfrage getan.

Im Sommer hob PepsiCo die Preise für seine kohlenensäurehaltigen Getränke und Snacks an, um die gestiegenen Rohstoff- und Transportkosten auszugleichen. Weitere Preiserhöhungen sind für Anfang nächsten Jahres geplant. CEO Ramon Laguarta deutete in einer Telefonkonferenz im Oktober an, dass es den Kunden nichts auszumachen scheint, und erklärte: „In der gesamten Welt scheinen die Verbraucher die Preisgestaltung ein wenig anders zu betrachten als zuvor“.

Im September erhöhte Procter & Gamble, ein riesiger multinationaler Konzern für schnelllebiges Konsumgüter, die Preise für viele seiner Produkte. Chief Financial Officer Andre Schulten sagte gegenüber Analysten: „Wir haben keine wesentlichen Reaktionen von Verbrauchern festgestellt“.

Im Oktober kündigte der Fast-Food-Riese McDonald's aufgrund der gestiegenen Kosten eine Erhöhung der Preise um 6 % gegenüber 2020 an (zusätzlich zu den höheren Kosten der Zutaten gab die Burger-Kette an, dass die Arbeitskosten in ihren Franchise-Restaurants um 10 % und in ihren unternehmenseigenen Standorten um 15 % gestiegen seien). Im Moment scheint es so, dass die Kunden es verkraften können. CEO Chris Kempczinski erklärte, die Erhöhung sei „ziemlich gut aufgenommen worden“. Nachdem sie die Nachricht verdaut hatten, schickten die Anleger die Aktien des Unternehmens um 6 % nach oben.

Die Preisgestaltungsmacht dürfte bei hohen Versandkosten, steigenden Rohstoffpreisen, Lieferkettenproblemen und einem gewissen Lohnwachstum 2022 ein noch wichtigeres Thema für die relativen Renditen sein. Aber nicht alle Unternehmen haben diese Macht. In letzter Zeit konzentrierten wir uns darauf, Unternehmen aus verschiedenen Sektoren zu identifizieren, die höhere Kosten an die Verbraucher weitergeben können. Dieses Thema wird in den Prognosen für die Berichtssaison recht gut abgedeckt und vermittelt uns eine Vorstellung von den Unternehmen, die in der Lage sein werden, ihre Margen während dieser Phase höherer Inflation relativ stabil zu halten. Wie bereits erwähnt, haben sich die höheren Inputkosten noch nicht signifikant in den Margen niedergeschlagen, die immer noch nahezu auf Spitzenniveaus liegen. Irgendwann werden sie nachgeben müssen, und es ist besser, in Unternehmen mit Preisgestaltungsmacht zur Verteidigung ihrer Margen investiert zu sein.



Die Preisgestaltungsmacht dürfte bei hohen Versandkosten, steigenden Rohstoffpreisen, Lieferkettenproblemen und einem gewissen Lohnwachstum 2022 ein noch wichtigeres Thema für die relativen Renditen sein.

## Rohstoffe und Währungen

### 19) Wie schätzen Sie Rohstoffe und Währungen ein?

Es wurde erwartet, dass die OPEC+ als Reaktion auf die steigende Nachfrage die Ölproduktion um 800.000 Barrel pro Tag steigern würde. Ihre Mitglieder beschlossen jedoch, das Angebot bei 400.000 Barrel pro Tag zu belassen, um sich vor erneuten Rückschlägen im Kampf gegen COVID-19 und den gesamtwirtschaftlichen Abschwung zu hüten. Höhere Preise ermöglichen den Regierungen dieser Ölförderländer, die 2020 schwer getroffen wurden, auch die Verbesserung ihrer Bilanzen.

Die Zurückhaltung der OPEC+ hat eine Rallye unterstützt, die die globale Benchmark für Rohöl, die Sorte Brent, im vergangenen Monat auf ein Dreijahreshoch von 86,70 US-Dollar getrieben hat, und wir gehen davon aus, dass der Aufwärtstrend der Preise bis 2022 andauern wird, da das Angebot den weltweiten Nachfrageschub nicht decken kann. Um die Preise für die Verbraucher zu senken, werden die USA von

Mitte bis Ende Dezember 50 Millionen Barrel Rohöl aus ihrer strategischen Reserve freigeben. Die OPEC+ hat jedoch bereits gewarnt, dass sie die Steigerung ihrer Produktion im Falle eines zusätzlichen Angebots aus den Lagern verlangsamen würde.

US-Ölschieferunternehmen, deren Breakeven-Rate im Durchschnitt bei 46 US-Dollar pro Barrel liegt (xii), sind die weltweit größten nachrangigen Ölproduzenten, die oft eingreifen und die Angebots- und Nachfragedynamik im Gleichgewicht halten, wenn die Preise eine bestimmte Schwelle erreichen. Während jedoch große Ölfirmen, darunter BP, Chevron und Exxon Mobil, öffentlich angekündigt haben, dass sie im nächsten Jahr ihre Produktion erhöhen oder die Ausgaben für die Förderung von Schieferöl erhöhen wollen, ist es unwahrscheinlich, dass sie den Nachfrageüberhang vollständig decken werden. Wir müssen auch bedenken, dass US-Schieferölproduzenten durch Joe Bidens grüne Agenda etwas eingeschränkt sind. In diesem Jahr kündigte die Biden-Regierung ein Moratorium für die Erteilung von Bohrgenehmigungen auf Ländereien und Gewässern des Bundes an und gab die KEYSTONE XL-Pipeline von Kanada in die USA endgültig auf.

### *Im Gegensatz zu Gold schätzen wir Öl positiv ein*

Gold hat in der Vergangenheit häufig die Rolle einer Absicherung gegen die Inflation und eines Portfoliostabilisators bei Turbulenzen an den Finanzmärkten übernommen. Insofern profitiert es kurzfristig von einem Zusammentreffen mehrerer Faktoren:

- Zuletzt sehr hohe Inflationszahlen
- Zusicherungen der wichtigsten Zentralbanken, dass die Zinsen vorerst niedrig bleiben würden
- Bedenken hinsichtlich der COVID-19-Krise vor Beginn des Winters auf der nördlichen Hemisphäre
- Industrieller Verbrauch von Gold und Silber

Diese Faktoren haben den Goldpreis auf über 1.800 US-Dollar pro Feinunze getrieben und dürften dem Edelmetall helfen, seine Rally bis zum Jahresende fortzusetzen. Längerfristig ist jedoch mit einem Rückgang der Goldpreise zu rechnen, da die Angebotsengpässe nachlassen und die Zentralbanken mit der Normalisierung ihrer Geldpolitik beginnen werden (verringerte Anreize und Zinserhöhungen treiben tendenziell die Renditen von Staatsanleihen in die Höhe und erhöhen die Opportunitätskosten für das Halten von Gold, das keine Zinsen abwirft).

Interessant ist auch die Konkurrenz für Gold durch Kryptowährungen (oder allgemeiner gesagt durch digitale Vermögenswerte). Vor der November-Rally bei Gold wurden laut Daten von Bloomberg dem größten börsengehandelten Goldfonds in diesem Jahr mehr als 10 Milliarden US-Dollar entzogen, und die physischen Goldbestände der Fonds wurden ebenfalls vermindert. Der Goldpreis war um rund 6 % gesunken, während sich der Preis des Bitcoin auf ein Rekordhoch von mehr als 67.000 US-Dollar verdoppelt hatte. Es zeichnet sich ab, dass einige Anleger den Bitcoin und andere Kryptowährungen als



Inflationsschutz wahrnehmen. Wir sehen zwar keine starke Korrelation zwischen dem Bitcoin und der Inflation, stellen jedoch fest, dass das Aufkommen von „digitalen Alternativen“ zusätzlichen Gegenwind für Gold bedeutet.

Bei den Währungen rechnen wir mit einem Wechsel des Tonfalls der Regierungen weltweit. Etwa ab dem Jahr 2000 lag ein vorrangiger politischer Schwerpunkt auf der Unterstützung der Expansion durch eine wettbewerbsfähige Währung, während tendenziell ein disinflationärer Druck vorherrschte. Dabei bevorzugte die Mehrheit der Industrieländer weitgehend schwächere Währungen, um das Exportwachstums zu fördern. Nun wird der wachsende Preisdruck zunehmend zu einem sozialen, wirtschaftlichen und politischen Problem, und die Regierungen sind sich bewusst, dass stärkere Währungen zur Dämpfung des Inflationsdrucks beitragen werden.

Wir gehen für den US-Dollar im Vergleich zum Euro mit einer positiveren Einschätzung ins neue Jahr. Anfang des nächsten Jahres wird der geldpolitische Kurs wohl der entscheidende Einflussfaktor für den US-Dollar sein, und eine restriktivere Geldpolitik der Fed (bei einer weiterhin relativ zurückhaltenden EZB) dürfte in Verbindung mit einem erhöhten Inflationsniveau Unterstützung bieten. Wir stehen dem chinesischen Yuan neutral gegenüber und glauben, dass er mit einer künftig möglicherweise zurückhaltenderen Politik der PBoC auf Gegenwind stoßen könnte. Dennoch wird er nach wie vor durch den Handelsbilanzüberschuss gestützt (der Handelsbilanzüberschuss dürfte im nächsten Jahr [wie im Jahr 2019] immer noch etwa 3 % zum BIP beitragen). Dem Schweizer Franken gegenüber sind wir positiv eingestellt. Während der Erholung von der COVID-19-Pandemie hat sich die Angebotsseite in der Schweiz als sehr robust erwiesen. Zudem konnte der Schweizer Franken in der Vergangenheit bei einem inflationären Umfeld Aufwertungen verzeichnen.

## Langfristige Anlagethemen

### 20) Welche langfristigen strukturellen Themen verfolgen Sie, abgesehen von kurzfristigen Anlagen, die sich über den gesamten traditionellen Anlagezyklus erstrecken?

Der griechische Philosoph Heraklit sagte einmal: „Nichts ist so beständig wie der Wandel.“ Disruptive Ideen, Innovationen, wirtschaftliche Kräfte und Naturereignisse verändern die Welt, in der wir leben, immer wieder aufs Neue. Das Ziel thematischer Anlagen besteht darin, diese Veränderungen zu identifizieren und in Unternehmen zu investieren, die aufgrund ihrer strategischen Ausrichtung am meisten davon profitieren. Wir sind der Auffassung, dass thematisches Anlegen mit seinem konsequenten Fokus auf langfristige strukturelle Trends eine ideale Plattform bietet, um sich, unabhängig von den kurzfristigen Schwankungen der Konjunkturzyklen, geistig auf die langfristige Perspektive zu fokussieren, die Aktienanlagen erfordern.

Für Anleger ist überdies interessant, dass thematisches Anlegen Einschränkungen durch Benchmarks vermindert. Sie investieren nicht in ein Unternehmen, weil es seinen Hauptsitz oder seine

Börsennotierung in einem bestimmten Land hat, sondern weil das Unternehmen einem identifizierten langfristigen Trend ausgesetzt ist, wo auch immer es sich auf der Welt befindet.

In der heutigen Welt sind viele Menschen im Hinblick auf die Zukunft besorgt oder pessimistisch. Dies hängt eindeutig mit dem aktuellen Kontext von COVID-19 sowie einem wachsenden Bewusstsein für den Klimawandel zusammen.

Der Hintergrund ist offensichtlich. Das Finanzkapital hat sich in erster Linie nachteilig auf das Natur- und Humankapital ausgewirkt. Um zukunftstauglich zu sein, muss das neue Paradigma auf die sogenannte „Triple Bottom Line“ (People, Profit, Planet – Menschen, Profit, Planet) ausgerichtet sein. Es sollte jedoch ein viertes P für „Purpose“ oder Zweck hinzugefügt werden. Dies schließt ein, dass wir unsere Ziele überdenken, was zum Teil bereits geschieht.

Die Dekarbonisierung unserer Welt, die Reform unserer Wirtschaftslogik (zirkulär ggü. linear) und der Einsatz von Technologie zur Förderung exponentieller Veränderungen bieten allesamt enorme Investitionsmöglichkeiten. Dabei handelt es sich zweifelsohne nicht mehr um oberflächliche oder leere Worte, sondern um eine massive Transformation, die bereits in allen Branchen und Regionen stattfindet. Die Nachhaltigkeitsrevolution ist in vollem Gang und „Grün“ wird zum neuen „Digital“.

Unserer Erfahrung nach ergeben sich die attraktivsten Anlagemöglichkeiten, wenn mehrere Themen aufeinandertreffen und sich gegenseitig verstärken. Am offensichtlichsten ist in dieser Hinsicht der sich beschleunigende Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft, der durch den größten technologischen Wandel in der Geschichte der Menschheit ermöglicht wird.

Klimawandel, Kreislaufwirtschaft, Wasserknappheit und Gesundheitsversorgung (Onkologie & Biotechnologie) sind aktuell unsere bevorzugten Anlagethemen, ebenso wie einige sich aus spezifischeren technologischen Umbrüchen ergebende Themen (Landwirtschaftstechnologie, 5G und Fintechs), insbesondere in Kombination mit (Cyber-)Sicherheitslösungen.

Um mit einem anderen griechischen Philosophen zu schließen: Aristoteles lehrt uns, dass alles einen Zweck oder eine Daseinsberechtigung hat. Wenn wir verstehen wollen, was etwas ist, müssen wir es in Bezug auf sein Endziel oder seinen Zweck (griechisch „Telos“ oder τέλος) verstehen. Wenn Weisheit unser Leitfaden ist, werden Entscheidungen offensichtlich.

## Nachhaltigkeit

21) Wie steht die BIL zur Integration von Nachhaltigkeitsüberlegungen in den Anlageentscheidungsprozess?

In den letzten zehn Jahren hat sich ESG von einer Nische zum Mainstream entwickelt. Verstärkt durch die aktuellen Umwelt-, Gesellschafts- und Gesundheitskrisen kommt es jetzt zu massiven gesellschaftlichen Veränderungen. Diskussionen über ESG finden auf allen Ebenen statt, sei es unter politischen Entscheidungsträgern, Vorstandsmitgliedern, Mitarbeitern oder Anlegern. Kurz gesagt, es ist nicht mehr optional sondern schlicht zwingend erforderlich. Die Art und Weise, wie ein Unternehmen mit ESG-Themen umgeht, kann als Hinweis darauf angesehen werden, wie zukunftssicher das Unternehmen in der sich ständig verändernden Welt von heute ist.

Da alle Interessengruppen zu diesem strategischen Fokus auf Nachhaltigkeitsthemen beitragen, befindet sich die Anlage- und Vermögensverwaltungsbranche in einem massiven Wandel.

Die Entwicklung beschränkt sich jedoch nicht auf die Anlagenseite, da nachhaltige Finanzierungen boomen und über grüne Anleihen hinaus expandieren. Die Neuemissionen von Green, Social and Sustainability (GSS) Bonds, Sustainability-Linked Bonds (SLB) und Transition Bonds mit Labeln erreichten im ersten Halbjahr 2021 fast eine halbe Billion (496,1 Milliarden) US-Dollar oder kumuliert 2,1 Billionen US-Dollar. Dieser Betrag entspricht einem Zuwachs von 59 % gegenüber dem Vorjahr auf dem GSS-Markt für den entsprechenden Zeitraum im Jahr 2020. Dies veranschaulicht eine erstaunliche Dynamik, die durch den Markteintritt der EU mit der Emission zur Unterstützung des EU-Wiederaufbaufonds nach der Pandemie weiter gefördert wird. Das robuste Wachstum bietet Anlegern zusätzliche Liquidität und Diversifizierungsmöglichkeiten, da grüne Anleihen nun einen realistischen Ersatz für einen Teil oder ihre gesamte Anleihenallokation darstellen.

Während die COVID-19-Pandemie unsere kollektive Aufmerksamkeit auf die Gesundheitskrise und damit verbundene soziale Probleme gelenkt hat, verstärken die jüngsten Ereignisse – wie die Hitzekuppel über Teilen Nordamerikas, Brände und die verheerenden Überschwemmungen in Europa – die Dringlichkeit, mit der die Erderwärmung gestoppt werden muss.

In diesem Sinne brachte 2021 eine fruchtbare Dynamik rund um die generationenübergreifende Klimagerechtigkeit mit sich. Immer mehr Gerichte in aller Welt schreiten ein, um Handlungslücken beim Klimawandel zu schließen, indem sie Staaten und Unternehmen des Privatsektors auffordern, ihre Bemühungen um das gemeinsame Streben nach einer nachhaltigeren Zukunft zu intensivieren. Im April 2021 entschied das deutsche Bundesverfassungsgericht, dass das deutsche Klimaschutzgesetz vom Dezember 2019 nicht ausreichend sei, um die Verpflichtungen Deutschlands zu erfüllen. Im Mai 2021 zeigte ein



Gerichtsurteil, dass eine ähnliche Begründung auch für private Unternehmen gilt. In dem Verfahren Milieudéfense gegen Royal Dutch Shell entschied das Bezirksgericht Den Haag, dass Royal Dutch Shell eine individuelle Verpflichtung hat, die CO<sub>2</sub>-Emissionen auf der Grundlage eines festgelegten Sorgfaltsstandards zu reduzieren.

Während die Befürworter der Klimagerechtigkeit immer lauter werden, feierte der Active-Ownership-Ansatz in ESG-Belangen ebenfalls einen massiven Erfolg. Am 26. Mai 2021 wählte der klimafokussierte Aktivistenfonds Engine No.1, der nur 0,02 % der Aktien von Exxon Mobil besitzt, drei Verwaltungsratsmitglieder in den Vorstand von Exxon Mobil und unterstützte zwei Aktionärsanträge, die gegen die Empfehlung des Vorstands mehrheitlich unterstützt wurden. Dies war das erste Mal, dass sich eine Vorstandswahl wirklich auf Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsfragen konzentrierte.

Das Jahr 2021 brachte jedoch auch einige Gegenreaktionen und Kontroversen zur nachhaltigen Entwicklung mit sich. Während die Abberufung des CIO von Danone, Emmanuel Faber, im März die Herausforderung unterstrich, Gewinne und ESG-Ziele zu verfolgen, sah sich DWS, die Anlageverwaltungssparte der Deutschen Bank, im August mit Vorwürfen konfrontiert, die ökologischen oder sozialen Referenzen einiger ESG-gekennzeichneter Anlageprodukte zu übertreiben.

Es war auch das Jahr, in dem Sachin Vankalas, der Generaldirektor der Fondskennzeichnungsagentur Luxflag, verstarb, ein großartiger Mensch, der in der luxemburgischen Community für nachhaltige Finanzen sehr vermisst wird.

## 22) Wodurch wird sich nachhaltiges Finanzwesen im Jahr 2022 auszeichnen?

Tatsache ist, dass das Ausmaß der Investitionen, die für den Übergang zu einer nachhaltigen und grünen Wirtschaft benötigt werden, über die Kapazität des öffentlichen Sektors hinausgeht. Anleger müssen eine Rolle dabei spielen, positive Veränderungen zum Besseren voranzutreiben, indem sie Kapital in nachhaltige Unternehmen und Innovationen umleiten, zur Schaffung einer emissionsarmen und klimaresistenten Kreislaufwirtschaft beitragen und gleichzeitig die Bemühungen zur Beseitigung sozialer Ungerechtigkeiten auf der ganzen Welt verstärken.

Immer mehr Sparer wollen eine bessere Vorstellung davon haben, was ihr Geld bewirkt. Was wäre, wenn ihr Geld dazu verwendet werden könnte, gleichzeitig eine Rente zu erwirtschaften und den Zustand der Welt zu verbessern? Geld kann Renditen erzielen, aber auch die Missstände auf der Erde lindern. Wenn Ihnen der Klimaschutz, die Geschlechtergleichstellung und die soziale Gerechtigkeit am Herzen liegen, spielt es eine entscheidende Rolle, wie Sie mit Ihrem Geld umgehen.

Berücksichtigt man die europäische Regulierungsdynamik ist es offensichtlich, dass ESG mittlerweile als zentraler Grundsatz im Anlageumfeld verankert ist.

Da institutionelle Anleger neben finanziellen Renditen auch nicht-finanziellen Auswirkungen Priorität einräumen, erwarten wir, dass sich dieser Trend bei Privatanlegern ebenfalls und noch stärker widerspiegelt, sodass 2022 das Jahr sein wird, in dem die ESG-Präferenzen der Anleger neben finanziellen

Zielen in ihre Eignungsbewertungen, ihre Risikoprofile (einschließlich Verlusttragfähigkeit und -bereitschaft) sowie ihre Kenntnisse und Erfahrungen im Anlage- und Finanzbereich einfließen müssen.

Für uns sind ESG-Anlagen keine goldene Eintrittskarte zur Outperformance, sondern ein unverzichtbares Instrument, um solide Anlagen zu finden, Chancen zu erkennen, Renditen zu erwirtschaften und Risiken zu steuern. Im nächsten Jahr werden wir uns weiterhin sowohl auf Unternehmensführungs- als auch auf Umweltfaktoren konzentrieren (vor allem, da das Klimarisiko als wichtiges Anlagethema an Bedeutung gewinnt und der jüngste COP26-Gipfel die Dringlichkeit bekräftigte). Darüber hinaus haben wir begonnen, einen zunehmenden Wert im wirkungsvollen Einsatz der sozialen Komponente der ESG-Faktoren zu sehen.

*Für die Anleger ist die Zeit gekommen, sich mit ihrem Vermögensverwalter oder Finanzberater zusammzusetzen und ihr Portfolio zukunftssicher zu machen.*

Die COVID-19-Krise unterstützte zwar eine deutliche Outperformance von ESG-orientierten Vermögenswerten, doch wir glauben auch, dass sich die Performancekluft mit einer weiteren Veränderung der Anlegerstimmung zugunsten von ESG-Anlagen sowie einer gesellschaftlichen Anerkennung von Nachhaltigkeitsrisiken und der Identifizierung von Nachhaltigkeitschancen weiter vergrößern wird. Unserer Überzeugung nach handelt es sich nicht einfach nur um ein weiteres Produkt im Regal für Anleger, und für Fondsmanager wird es immer schwieriger werden, sowohl ESG-konform als auch nicht ESG-konform zu investieren.

Die volle Wirkung der europäischen Regulierungsüberarbeitung wird erst in einigen Jahren spürbar sein, wir glauben aber, dass für die Anleger die Zeit gekommen ist, sich mit ihrem Vermögensverwalter oder Finanzberater zusammzusetzen und ihr Portfolio zukunftssicher zu machen.

## Schlussfolgerung

In den Anlageperspektiven des vergangenen Jahres haben wir uns auf das Licht am Ende des Tunnels konzentriert. Im Jahr 2021 erwies sich dieses Licht als viel heller als erwartet. Die wirtschaftlichen Überraschungen lassen nun nach und die Anleger versuchen vorauszusagen, wann der gegenwärtige Zyklus enden könnte. In diesem Sinne wird der Weg, der vor uns liegt, schwieriger sein. Anlagerisiken und Anlagechancen werden sich schnell verlagern, doch wir bleiben bestrebt, unseren Kunden effiziente Wege zu bieten, um sich auf den Finanzmärkten zurechtzufinden.

Aus makroökonomischer Sicht scheinen die Glanzzeiten des Jahres 2021 mit einem Turbo-Wachstum, das die Aktienkurse mühelos auf neue Höchststände klettern ließ, hinter uns zu liegen, aber wir profitieren weiterhin von den Nachwirkungen dieser raschen Expansion, und es ist zu erwarten, dass ein über dem Trend liegendes Wachstum bis ins Jahr 2022 hinein anhalten wird.

Von all den Fragen, die wir in diesen Anlageperspektiven gestellt haben, ist die zentrale Frage, ob sich die Inflation als vorübergehend oder dauerhaft erweisen wird. Unternehmen, die mit einem bitteren Cocktail von Problemen konfrontiert sind, die von Störungen in der Lieferkette bis hin zum Arbeitskräftemangel reichen, beginnen jetzt, höhere Kosten an die Verbraucher weiterzugeben, um ihre Margen zu schützen. Die Gefahr, dass der Inflationsdruck weiter zunimmt und sich ausweitet, ist real, und dies könnte letztendlich das Verbraucherverhalten und die Unternehmensausgaben bedrohen. Die Zentralbanken wollen dies unbedingt verhindern, befinden sich jedoch in einem Dilemma: Wenn sie zu aggressiv vorgehen, riskieren sie, das Wachstum abzuwürgen und die Finanzmärkte zu destabilisieren.

Insofern steht das Instrumentarium der akkommodierenden Geldpolitik noch immer auf der Agenda und liefert großzügige Unterstützung. Allerdings stellt jeder überraschende Inflationswert den postulierten „vorübergehenden“ Charakter der Inflation in Frage und deutet darauf hin, dass das Ende der Party schneller kommen könnte als erwartet.

Dieses Tauziehen zwischen der Deutung der Inflation als vorübergehende oder dauerhafte Erscheinung wird die Anlagediskussion im nächsten Jahr beherrschen, und das Anlageumfeld wird stark von der US-Geldpolitik beeinflusst werden. Die Märkte wetten bereits darauf, dass die Fed früher als die aktuelle Kommunikation nahelegt, zu einer Straffung gezwungen wird, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Wir glauben, dass die Lösung der Lieferkettenprobleme im Laufe des Jahres 2022 und ein Rückgang der Energiekosten nach dem Winter dazu beitragen werden, den Preisdruck zu verringern. Dennoch wird die Entscheidung der Fed letztendlich von der Entwicklung des Arbeitsmarktes abhängen. Da die Erwerbstätigenquote deutlich unter dem Niveau vor COVID-19 liegt, stellt sich die Frage, ob mehr Arbeitskräfte in den Arbeitsmarkt strömen oder sich viele Arbeitnehmer, die neu eingestellt werden könnten, abwartend verhalten.

Es entspricht auch der Realität, dass die Zentralbanken, wenn sie zu lange hinter der Kurve bleiben, kurzfristige Kursgewinne für Aktien fördern. Die Katerstimmung könnte jedoch umso größer sein, wenn die geldpolitische Straffung beginnt.

Obwohl uns die Wahrscheinlichkeit einer höheren Volatilität im Jahr 2022 bewusst ist, gehen wir in das neue Jahr mit einer Übergewichtung von Aktien hinein, die immer noch von einem robusten Wachstum und starken Gewinnen unterstützt werden. Denn nur weil das Tempo des Gewinnwachstums wahrscheinlich seinen Höhepunkt erreicht hat, bedeutet dies nicht, dass auch die Gewinne ihren Gipfel erreicht haben. 2022 dürfte ein weiteres solides – wenn auch vielleicht nicht spektakuläres – Jahr für Aktienanleger werden.

Um unsere Portfolios vor Volatilität und zyklischen Rotationen zu schützen, haben wir bei unserer Sektorallokation einen vorsichtigeren Ansatz gewählt und sowohl zyklische Werte, die sich in einem inflationären Umfeld zumeist gut bewähren, als auch defensive Titel berücksichtigt. Regional betrachtet bevorzugen wir die USA, wo die gesamtwirtschaftliche Dynamik zweifellos am stärksten ist und die auch unter dem Gesichtspunkt der Flucht in sichere Werte attraktiv sind. In Europa behalten wir unser Engagement aufgrund seiner Value-Merkmale bei, was bedeutet, dass die Region tendenziell von einem steigenden Inflationsdruck und steigenden Zinssätzen profitiert. Wenn der Preisdruck jedoch im Laufe des Jahres 2022 nachlässt, können wir davon ausgehen, dass Wachstums- und Qualitätsstile wieder die Führung übernehmen.

Für Anleger, die sich darauf verlassen, dass ihre Portfolios Erträge erwirtschaften, wird das Umfeld schwieriger denn je, da die langfristigen Renditen nur langsam steigen werden. Wir bevorzugen Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating, selbst wenn der Markt perfekt bewertet ist, was bedeutet, dass Überrenditen durch Carry-Trades und Selektivität in Nischenbereichen des Marktes erzielt werden müssen. Bei Hochzinsanleihen bieten sich ebenfalls einige Gelegenheiten, doch wir raten unseren Kunden, sich in Bezug auf das Kreditrisiko nicht zu übernehmen. Von besonderem Interesse ist das Bonitätssegment BB, denn dort gibt es zahlreiche Unternehmen, die kurz vor einem Wechsel ins Investment-Grade-Universum stehen. Diese „Aufsteiger“ werden in der Regel mit einer Verengung der Spreads belohnt.

Kurz gesagt wird 2022 ein Jahr des konservativen Wachstums sein, was bedeutet, dass Aktien zwar Unterstützung erfahren werden, aber nicht so leicht von einem neuen Höchststand zum nächsten springen werden wie im Jahr 2021. Längerfristig betrachtet ist eine Verschiebung in Richtung auf einen nachhaltigeren Wachstumspfad nicht unbedingt schlecht, wenn man bedenkt, dass die Goldenen Zwanziger den Weg für die Weltwirtschaftskrise bereiteten.

## Matrix der Vermögensaufteilung

(per 22.11.2021)

Weltweite Allokation			Aktien			Festverzinsliche Anlagen		
-	N	+	-	N	+	-	N	+
Aktien		●	USA		●	Staatsanleihen – Industrieländer	●	
Anleihen	●		Eurozone		●	Schwellenländeranleihen	●	
Gold	●		China	●		Unternehmensanleihen – Investment Grade		●
Öl		●	Japan	●		Unternehmensanleihen – High Yield		●
USD		●	Schwellenländer ohne China	●				

## Mit Beiträgen von

**Fredrik Skoglund** – Group Chief Investment Officer

**Jade Bajai** – Investment Writer

**Olivier Goemans** – Advisory and ESG Coordination

**Lars Mogeltoft** – Head of Equity Strategy

**Lieven De Witte** – Head of Fixed Income Strategy

**Ilias Abou Haidar** – Macro Strategy

**Arman Arshakyan** – TMT Research Analyst

**Carrie Zhu** – Head of Products and Investment Consultancy

**Dalin Yu** – Investment Director



# Anhang

## 1.1 Wichtige Daten

Ereignis	Datum
Präsidentschaftswahlen in Italien Der amtierende Staatspräsident Sergio Mattarella, der für eine weitere Amtszeit wählbar ist, hat es abgelehnt, sich zur Wiederwahl zu stellen	Januar 2022
Die Amtszeit des stellvertretenden Vorsitzenden der US-Notenbank Richard Clarida als Mitglied des Vorstands läuft ab	31. Januar 2022
Bundesversammlung zur Wahl des deutschen Bundespräsidenten	13. Februar 2022
Präsidentschaftswahlen in Südkorea Der amtierende Präsident Moon Jae-in kann nicht für eine zweite Amtszeit kandidieren	9. März 2022
Wahl des Chief Executive von Hongkong Carrie Lam wird ihre laufende Amtszeit am 30. Juni 2022 beenden und kann für eine zweite Amtszeit wiedergewählt werden	27. März 2022
Präsidentschaftswahlen in Frankreich Wenn kein Kandidat im ersten Wahlgang eine absolute Mehrheit gewinnt, findet eine Stichwahl statt. Der amtierende Präsident Macron kann für eine zweite Amtszeit wiedergewählt werden	10. April 2022
Präsidentschaftswahlen in Kolumbien Der amtierende Präsident Iván Duque Márquez kann nicht für eine zweite Amtszeit wiedergewählt werden	29. Mai 2022
Wahl des Sicherheitsrates der Vereinten Nationen für 5 Sitze im UN-Sicherheitsrat für eine zweijährige Amtszeit, die am 1. Januar 2023 beginnt	Juni 2022
Präsidentschaftswahlen in Indien Wahl des Präsidenten, der Abgeordnetenversammlung und des Senats in Brasilien	Juli 2022
US-Repräsentantenhaus, alle 435 Sitze	2. Oktober 2022
US-Senat, 34 der 100 Sitze	8. November 2022
Präsidentschaftswahlen in Österreich	8. November 2022
Präsidentschaftswahlen in Ungarn	Herbst 2022
	2022

## 1.2 Zentralbanksitzungen

Zentralbanksitzung	Datum
Offenmarktausschuss (FOMC) der US-Notenbank	25.–26. Januar
Geldpolitische Sitzung der EZB	3. Februar
Geldpolitische Sitzung der EZB	10. März
Offenmarktausschuss (FOMC) der US-Notenbank	15.–16. März*
Geldpolitische Sitzung der EZB	14. April
Offenmarktausschuss (FOMC) der US-Notenbank	3.–4. Mai
Geldpolitische Sitzung der EZB	9. Juni
Offenmarktausschuss (FOMC) der US-Notenbank	14.–15. Juni*
Geldpolitische Sitzung der EZB	21. Juli
Offenmarktausschuss (FOMC) der US-Notenbank	26.–27. Juli
Geldpolitische Sitzung der EZB	8. September
Offenmarktausschuss (FOMC) der US-Notenbank	20.–21. September*
Geldpolitische Sitzung der EZB	27. Oktober
Offenmarktausschuss (FOMC) der US-Notenbank	1.–2. November
Offenmarktausschuss (FOMC) der US-Notenbank	13.–14. Dezember*
Geldpolitische Sitzung der EZB	15. Dezember

\* Sitzung in Verbindung mit einer Zusammenfassung von Wirtschaftsprognosen

## 3.0 Aufschlüsselung des Inflationskorbs

### Eurozone

	Oct. 2021	Sept. 2021	Aug. 2021	July 2021	June 2021	May 2021
Flash Estimate	4.1%	3.4%	3.0%	2.2%	1.9%	2.0%
Final HICP	n/a	3.4%	3.0%	2.2%	1.9%	2.0%
CPI ex energy	2.0%	1.9%	1.7%	0.9%	0.8%	0.9%
Core CPI (*)	2.1%	1.9%	1.6%	0.7%	0.9%	1.0%
Food, Alcohol, tobacco	2.0%	2.0%	2.0%	1.6%	0.5%	0.5%
Energy	23.5%	17.6%	15.4%	14.3%	12.6%	13.1%
Non-energy indust. goods	2.0%	2.1%	2.6%	0.7%	1.2%	0.7%
Services	2.1%	1.7%	1.1%	0.9%	0.7%	1.1%

(\*) core rate excludes energy, food, alcohol and tobacco

## USA

	Weight	Oct. 2021	Sept. 2021	Aug. 2021	Oct. NSA YOY%
All items	100.0%	0.9%	0.4%	0.3%	6.2%
Food	14.0%	0.9%	0.9%	0.4%	5.3%
Food at home	7.7%	1.0%	1.2%	0.4%	5.4%
Cereals & bakery products	1.0%	1.0%	1.1%	0.0%	3.5%
Meats, poultry, eggs	1.8%	1.7%	2.2%	0.7%	11.9%
Dairy and related products	0.8%	0.2%	0.7%	-1.0%	1.8%
Fruits and vegetables	1.3%	0.1%	0.6%	0.2%	3.0%
Nonalcoholic beverages	0.9%	0.8%	1.2%	1.0%	4.5%
Other food at home	1.9%	1.2%	1.1%	0.6%	4.1%
Food away from home	6.3%	0.8%	0.5%	0.4%	5.3%
Energy	7.3%	4.8%	1.3%	2.0%	30.0%
Energy commodities	4.1%	6.2%	1.3%	2.7%	49.5%
Fuel oil	0.1%	12.3%	3.9%	-2.1%	59.1%
Motor fuel	3.9%	6.1%	1.2%	2.8%	49.6%
Gasoline (all types)	3.8%	6.1%	1.2%	2.8%	49.6%
Energy services	3.2%	3.0%	1.2%	1.1%	11.2%
Electricity	2.5%	1.8%	0.8%	1.0%	6.5%
Utility gas service	0.8%	6.6%	2.7%	1.6%	28.1%
All items less food & energy	78.7%	0.6%	0.2%	0.1%	4.6%
Commodities ex food & energy	20.7%	1.0%	0.2%	0.3%	8.4%
Apparel	2.7%	0.0%	-1.1%	0.4%	4.3%
New vehicles	3.8%	1.4%	1.3%	1.2%	9.8%
Used cars and trucks	3.3%	2.5%	-0.7%	-1.5%	26.4%
Medical care commodities	1.5%	0.6%	0.3%	-0.2%	-0.4%
Alcoholic beverages	1.0%	-0.2%	0.2%	0.3%	2.2%
Tobacco & smoking products	0.6%	1.9%	0.7%	0.1%	8.5%
Services ex energy	58.0%	0.4%	0.2%	0.0%	3.2%
Shelter	32.6%	0.5%	0.4%	0.2%	3.5%
Rent of primary residence	7.6%	0.4%	0.5%	0.3%	2.7%
OER Residences	23.6%	0.4%	0.4%	0.3%	3.1%
Medical care services	7.0%	0.5%	-0.1%	0.3%	1.7%
Physicians' services	1.8%	0.0%	-0.3%	0.0%	3.9%
Hospital services	2.2%	0.5%	0.1%	0.9%	4.0%
Transportation services	5.0%	0.4%	-0.5%	-2.3%	4.5%
Motor vehicle maintenance	1.1%	1.5%	0.0%	0.8%	5.4%
Motor vehicle insurance	1.6%	0.0%	2.1%	-2.8%	6.3%
Airline fare	0.6%	-0.7%	-6.4%	-9.1%	-4.6%

## Quellen

i OECD-Wirtschaftsausblick, Mai 2021:

[https://books.google.be/books?id=mFwzEAAAQBAJ&pg=PA113&lpg=PA113&dq=lifting+of+containment+measures+and+the+concomitant+fall+in+households+saving&source=bl&ots=XCxI2xoyQv&sig=ACfU3U2t7t1vqxyswhwwlX4pM-sRlev74g&hl=en&sa=X&ved=2ahUKEwjg\\_Pn\\_vzAhUbgf0HHdYzDZwO6AF6BAgCEAM#v=onepage&q=concomitant&f=false](https://books.google.be/books?id=mFwzEAAAQBAJ&pg=PA113&lpg=PA113&dq=lifting+of+containment+measures+and+the+concomitant+fall+in+households+saving&source=bl&ots=XCxI2xoyQv&sig=ACfU3U2t7t1vqxyswhwwlX4pM-sRlev74g&hl=en&sa=X&ved=2ahUKEwjg_Pn_vzAhUbgf0HHdYzDZwO6AF6BAgCEAM#v=onepage&q=concomitant&f=false)

ii <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-17/-2-7-trillion-in-crisis-savings-stay-hoarded-by-wary-consumers>

iii <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-17/-2-7-trillion-in-crisis-savings-stay-hoarded-by-wary-consumers?srnd=premium&sref=eDGWeidQ>

iv IWF-Weltwirtschaftsausblick, Oktober 2021: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>

v <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/11/06/fact-sheet-the-bipartisan-infrastructure-deal/>

vi <https://rules.house.gov/bill/117/hr-5376>

vii <https://www.reuters.com/world/us/bidens-sweeping-infrastructure-social-spending-bills-finally-get-vote-2021-11-05/>

viii <https://www.usdebtclock.org/>

ix PEPP: Eine geldpolitische Sondermaßnahme, die im März 2020 von der EZB eingeleitet wurde, um den schwerwiegenden Risiken aufgrund des Ausbruchs des Coronavirus entgegenzuwirken. Es handelt sich im Wesentlichen um einen Fonds, der 1,85 Billionen Euro für den Kauf von Wertpapieren des privaten und öffentlichen Sektors zur Verfügung stellt.

x <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/the-big-picture-2022-metals-and-mining-industry-outlook>

xi May, Mike: „After COVID-19 successes, researchers push to develop mRNA vaccines for other diseases“. *Nat Med* **27**, 930–932 (2021). <https://doi.org/10.1038/s41591-021-01393-8>

xii <https://www.statista.com/statistics/748207/breakeven-prices-for-us-oil-producers-by-oilfield/>

**HAFTUNGSAUSSCHLUSS** Sämtliche Finanzdaten und/oder wirtschaftlichen Informationen, die mit dieser Publikation (die „Publikation“) veröffentlicht werden (die „Daten“ oder die „Finanzdaten und/oder wirtschaftlichen Informationen“), werden ausschließlich zu Informationszwecken ohne jegliche Gewährleistung bereitgestellt, einschließlich, aber nicht beschränkt auf die Garantien der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck oder die Gewährleistung und Nichtverletzung von Patenten, Rechten am geistigen Eigentum oder Eigentumsrechten einer beliebigen Partei, und sind nicht für Handelszwecke bestimmt. Die Banque Internationale à Luxembourg SA (die „Bank“) macht keine ausdrücklichen oder stillschweigenden Zusicherungen hinsichtlich der Abfolge, Genauigkeit, Richtigkeit, Gesetzlichkeit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit, Nützlichkeit oder Aktualität von Daten. Alle bereitgestellten Finanzdaten und/oder wirtschaftlichen Informationen werden unter Umständen verzögert veröffentlicht und können Fehler enthalten oder unvollständig sein. Dieser Haftungsausschluss gilt für die Verwendung einzelner Daten und der Daten in ihrer Gesamtheit. Alle Daten werden „wie vorhanden“ bereitgestellt. Die in dieser Publikation enthaltenen Finanzdaten und/oder wirtschaftlichen Informationen stellen weder eine Aufforderung, ein Angebot, eine Meinung oder eine Empfehlung, noch eine Garantie bestimmter Ergebnisse oder eine Aufforderung durch die Bank oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines hier erwähnten Wertpapiers oder von hierin erwähnten Produkten und Dienstleistungen noch eine Aufforderung oder ein Angebot dar, Anlagen zu tätigen. Darüber hinaus stellen die in dieser Publikation enthaltenen Finanzdaten und/oder wirtschaftlichen Informationen keine Rechts-, Steuer-, Finanz- oder Anlageberatung oder Dienstleistungen hinsichtlich der Rentabilität oder Eignung eines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Diese Publikation wurde nicht mit der Absicht verfasst, die einzelnen Anlageziele, die jeweilige finanzielle Lage oder die besonderen Bedürfnisse eines Anlegers zu berücksichtigen. Es obliegt dem Anleger selbst zu prüfen, ob die in dieser Publikation enthaltenen Daten für seine Bedürfnisse, seine finanzielle Lage und seine Ziele geeignet sind, oder sich vor einer Anlageentscheidung auf Basis dieser Daten von einem unabhängigen Experten beraten zu lassen. Anlageentscheidungen dürfen nicht allein auf der Grundlage dieses Dokuments getroffen werden. Um die im vorliegenden Dokument enthaltenen Finanzdaten und/oder wirtschaftlichen Informationen zu lesen und zu verstehen, müssen Sie über Kenntnisse und Erfahrungen in Bezug auf die Finanzmärkte verfügen. Sollte dies nicht zutreffen, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer. Diese Publikation wurde von der Bank erstellt und basiert auf öffentlich zugänglichen Daten sowie auf Informationen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden, und auf als richtig angesehenen Informationen, die von Börsen und Dritten erlangt wurden. Die Bank, einschließlich ihrer Muttergesellschaft, aller Tochter- oder verbundenen Unternehmen, Bevollmächtigten, Verwaltungsratsmitglieder und leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Vertreter oder Zulieferer, haftet weder direkt noch indirekt für: Ungenauigkeiten oder Fehler oder Auslassungen in den Finanzdaten und/oder wirtschaftlichen Informationen, einschließlich, aber nicht beschränkt auf finanzielle Daten, unabhängig von der jeweiligen Ursache, noch für im Vertrauen auf die hierin bereitgestellten Daten getroffenen Anlageentscheidungen sowie ergriffene und nicht ergriffene Maßnahmen aller Art, noch für direkte oder indirekte Verluste oder Schäden, Sonder- oder Folgeschäden, die aus der Nutzung dieser Publikation oder der Verwendung ihres Inhalts entstehen. Diese Publikation ist, sofern nichts anderes angegeben ist, nur zum Zeitpunkt ihrer Bearbeitung gültig. Alle hierin enthaltenen Finanzdaten und/oder wirtschaftlichen Informationen können zudem rasch veralten. Alle Daten können sich ohne vorherige Ankündigung ändern und sind in neuen Fassungen dieser Publikation möglicherweise nicht mehr enthalten. Die Bank ist nicht verpflichtet, diese Publikation zu aktualisieren, sobald neue Daten verfügbar sind oder neue Ereignisse und/oder sonstige Entwicklungen eintreten. Vor dem Treffen einer Anlageentscheidung muss der Anleger die Bedingungen in den Dokumenten zu den spezifischen Produkten oder Dienstleistungen sorgfältig durchlesen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung. Produkte oder

Banque Internationale à Luxembourg SA  
-69 route d'Esch, L-2953 Luxembourg  
RCS Luxembourg B-6307  
T (+352) 4590-1 • F (+352) 4590-2010  
contact@bil.com | www.bil.com